



Universidade de Brasília – UnB

**Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade
e Ciência da Informação e Documentação – FACE**

Departamento de Economia

AS AGÊNCIAS CLASSIFICADORAS DE RISCO DE CRÉDITO: RATINGS DE CRÉDITO, RAZÕES DE EXISTÊNCIA E CRÍTICAS

MARK GUIMARÃES ROCHA

Brasília

2015



Universidade de Brasília – UnB

**Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade
e Ciência da Informação e Documentação – FACE**

Departamento de Economia

AS AGÊNCIAS CLASSIFICADORAS DE RISCO DE CRÉDITO: RATINGS DE CRÉDITO, RAZÕES DE EXISTÊNCIA E CRÍTICAS

MARK GUIMARÃES ROCHA

Monografia apresentada no curso
de graduação à Universidade de
Brasília, Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade,
para conclusão do curso de
Economia.

Professor Orientador: José Guilherme de Lara Resende

Brasília

2015

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente à minha mãe pelo esforço, dedicação, apoio e confiança depositados em mim, mesmo nos momentos mais difíceis.

À minha família e minha namorada por sempre me ajudarem, incentivarem e acreditarem no meu sucesso.

Aos meus amigos e colegas pela força, incentivos e conselhos, por sempre estarem ao meu lado.

Agradeço ao professor José Guilherme, cujas orientações, contribuições e correções foram fundamentais a este trabalho.

Aos professores do curso de Economia da Universidade de Brasília e da Universidade Federal de São Carlos. A contribuição de todos foi fundamental para que eu chegasse até aqui.

RESUMO

O mercado de capitais, por sua complexidade em número de participantes, produtos e serviços, é permeado de informações assimétricas, e a necessidade de financiamento e a disposição a investir esbarram nessa barreira. As agências classificadoras de risco de crédito entram neste contexto de incerteza como importante intermediário entre a oferta e a demanda de crédito, uma opinião independente quanto a probabilidade de um título de dívida ser honrado por seu emissor. Este trabalho detalha a atuação dessas agências; a razão de sua existência; o que significa o *rating* de crédito, e sua relação com o *default* da dívida; resumidamente descreve o surgimento das três principais agências: Fitch, Moody's Investor Service e Standard & Poors, e o significado de suas escalas de *rating* de longo prazo; como e porque os *ratings* são utilizados; e quais as principais críticas do mercado a esta indústria. Demonstra o papel de um importante agente do mercado, fundamental para a compreensão de parte do complexo processo de análise de risco de investimentos.

Palavras chave: Agências classificadoras de risco; *rating*; assimetria de informação; *default*; Fitch; Moody's; Standard & Poors.

ABSTRACT

The capital market, due to its complexity in number of participants, products and services, is permeated by asymmetric information, and the need for funding and the willingness to invest bumps on this barrier. The credit risk rating agencies enter in this environment of uncertainty as an important intermediary between supply and demand for credit, an independent opinion on the likelihood of a debt security be honored by its issuer. This paper details the activities of these agencies; the reason for their existence; the meaning of the credit rating, and its relation to the debt default; briefly describes the emergence of the three major agencies: Fitch, Moody's Investor Service and Standard & Poor's, and the meaning of their long term rating scales; how and why the ratings are used; and what are the main critics of the market to this industry. It also demonstrates the role of a major market player, fundamental to understand part of the complex process of investment risk analysis.

Keywords: Credit risk agencies; *rating*; asymmetry of information; *default*; Fitch; Moody's; Standard & Poors.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

| | |
|--|----|
| Figura 1.1 – Taxa acumulada de <i>defaults</i> após 5 anos por total de títulos emitidos avaliados pela S&P – 1981 - 2010..... | 13 |
| Figura 1.2 - Taxa histórica de <i>default</i> e períodos de recessão no US High Yield Bond Market (1971 – 2010)..... | 17 |
| Figura 1.3 - Taxa Média (%) de <i>Defaults</i> por Indústria: Média e Desvio Padrão (1981 – 2014) | 18 |
| Figura 2.1: História do crescimento da indústria de ACRC | 21 |
| Figura 2.2: Origens da Moody's Investors Service e Standard & Poor's | 24 |
| Figura 3.1– Fluxo líquido de longo prazo para os países em desenvolvimento: 1989 versus 2010..... | 44 |
| Figura 4.1– Cadeia de oferta de títulos <i>subprime</i> | 59 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 2.1: Interpretação dos <i>Ratings</i> de crédito da Agência Fitch | 26 |
| Tabela 2.2: Interpretação dos <i>Ratings</i> de crédito da Moody's Investors Service..... | 29 |
| Tabela 2.3: Interpretação dos <i>Ratings</i> de crédito da Agência Standard & Poor's..... | 31 |
| Tabela 2.4: Tabela comparativa dos <i>ratings</i> de crédito por Agência | 34 |
| Tabela 3.1: Prós e Contras da Obtenção de um <i>Rating</i> de Crédito..... | 41 |
| Tabela 4.1: Histórico dos <i>ratings</i> soberanos pré-crise e início da crise asiática..... | 53 |

SUMÁRIO

| | |
|---|----|
| INTRODUÇÃO..... | 8 |
| CAPÍTULO I - OS <i>RATINGS</i> DE CRÉDITO | 9 |
| 1.1 O Conceito de <i>Rating</i> de Crédito | 9 |
| 1.2 O Default | 12 |
| 1.2.1 Conceito | 12 |
| 1.2.2 <i>Default</i> Técnico..... | 13 |
| 1.2.3 Falência | 15 |
| 1.3 Influências aos <i>Defaults</i> Corporativos | 16 |
| CAPÍTULO II - AS AGÊNCIAS DE <i>RATING</i> DE CRÉDITO E SUAS ESCALAS DE <i>RATING</i> – FITCH, MOODY’S E STANDARD & POOR’S | 19 |
| 2.1 Origens | 19 |
| 2.1.1 Moody’s Investor Service e Standard & Poor’s..... | 21 |
| 2.1.2 Fitch..... | 25 |
| 2.2 Escalas de <i>rating</i> de Longo Prazo | 25 |
| 2.2.1 Fitch..... | 26 |
| 2.2.2 Moody’s Investors Service..... | 29 |
| 2.3 Standard & Poor’s | 31 |
| CAPÍTULO III - AS RAZÕES DA EXISTÊNCIA DOS <i>RATINGS</i> DE CRÉDITO..... | 35 |
| 3.1 A Necessidade de <i>Ratings</i> de Crédito | 35 |
| 3.2 A Demanda dos Emissores | 37 |
| 3.3 Demanda dos Investidores | 42 |
| 3.3.1 Investidores de Longo Prazo..... | 42 |
| 3.3.2 Contratos Particulares | 44 |
| 3.3.3 Outros Usuários..... | 46 |
| CAPÍTULO IV – CRÍTICAS À INDÚSTRIA DE <i>RATINGS</i> | 47 |
| 4.1 Organização dos <i>ratings</i> | 47 |
| 4.2 O desempenho das Agências de <i>Rating</i> | 49 |
| 4.3 Crises | 51 |
| 4.3.1 Crise Asiática (1997 – 1998) | 51 |
| 4.3.2 Crise do <i>Subprime</i> (2007 - 2008) | 55 |
| CONCLUSÃO | 60 |
| REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS..... | 63 |

INTRODUÇÃO

A impossibilidade de antecipar com precisão os eventos futuros torna todo investimento suscetível a riscos e incertezas, estes inerentes, e grande fonte de preocupações quando se trata com grandes somas monetárias. A preocupação natural em analisar o comportamento de cada variável de um investimento, ao longo do tempo, tornou necessária a adoção de certos padrões de análise. Uma mensuração facilitadora para que as tomadas de decisões sejam o menos subjetivas possíveis.

Assim, de maneira matemática, faz-se uma análise financeira capaz de diferenciar a viabilidade de um investimento, utilizando cálculos de desvio padrão, variância, coeficiente de variação, covariância, coeficiente de correlação. Porém, depende-se muitas vezes do acesso a dados não disponibilizados, tornando impraticável esta análise.

O mercado financeiro se caracteriza pela tomada de decisões a partir de informações assimétricas, incertezas e expectativas. A imprevisibilidade dos acontecimentos futuros torna necessária a busca por alternativas que reduzam os riscos aos investidores, lastros que indiquem ativos mais atrativos, com características mais favoráveis.

As Agências de Classificação de Risco de Crédito (ACRC) desempenham um papel crítico neste cenário, opinando na alocação de ativos dos investidores em um contexto de livre circulação de capitais ao redor do mundo, sempre em busca do melhor trade-off entre risco e retorno. A categorização dos ativos leva a alterações nas expectativas, afetando o mercado financeiro como um todo. No entanto, as Agências também são fortemente criticadas por terem conflitos de interesse e por não indicarem algumas crises, como a asiática, na metade dos anos 1990, e a do *subprime*, em 2007.

Conhecer o que são as Agências de *Rating*, suas origens, como funcionam e realizam suas estimativas, e sua relevância para o mercado financeiro é de grande importância para que se tenha maior compreensão de parte do complexo processo de análise de risco de investimentos.

CAPÍTULO I - OS RATINGS DE CRÉDITO

1.1 O Conceito de *Rating* de Crédito

O universo dos *ratings* de crédito é extremamente dinâmico. Segundo Bolger (2005) e Estrella (2000), mais de 745.000 valores mobiliários de mais de 42.000 emissores são analisados e rotulados entre AAA até D por mais de 160 Agências de *Rating* de Crédito (ACRC) em mais de 100 países. Mas o que exatamente são os *ratings* de crédito de longo prazo?

Segundo a US Securities and Exchange Commission (2003, p.5), o órgão federal de regulação de valores mobiliários dos Estados Unidos, a definição de *ratings* de crédito é:

“A credit rating reflects a rating agency’s opinion, as of a specific date, of the creditworthiness of a particular company, security, or obligation.”¹

A definição de *ratings* de crédito pela International Organization of Securities Commission (2004, p.3), entidade internacional de regulação mundial de valores mobiliários e mercados futuros, é:

A ‘credit rating’ is an opinion regarding the creditworthiness of an entity, a credit commitment, a debt or debt-like security or an issuer of such obligations, expressed using an established and defined ranking system... They are not recommendations to purchase, sell, or hold any security.²

O Committee of European Securities Regulators (2005, p.12), comitê europeu independente de regulação de títulos mobiliários, define como:

Credit rating agencies issue opinions on the creditworthiness of a particular issuer of financial instrument. In other words, they assess the likelihood that an issuer will default either on its financial obligations generally (issuer rating) or on a particular debt of fixed income security (instrument rating).³

¹ “Um *rating* de crédito reflete a opinião de uma agência de classificação, a partir de uma data específica, da qualidade do crédito de uma determinada empresa, um título, ou obrigação.” (Tradução nossa)

² “Um ‘*rating* de crédito’ é uma opinião sobre a qualidade de crédito de uma entidade, um compromisso de crédito, uma dívida ou um título de dívida ou uma emissão de tais obrigações, expresso utilizando um sistema de ranking estabelecido e definido ... Eles não são recomendações de compra, venda ou manutenção de qualquer título.” (Tradução nossa)

³ “As agências de *rating* emitem opiniões sobre a qualidade do crédito de um determinado emissor de ativos financeiros. Em outras palavras, elas avaliam a probabilidade de que um

A partir da análise da US Credit *Rating* Agency Reform Act of 2006, regulação doméstica definida pelo Congresso dos Estados Unidos, pelo United States House of Representatives (2013, p.4), os *ratings* de crédito seriam:

“The term ‘credit rating’ means an assessment of the creditworthiness of an obligor as an entity or with respect to specific securities or money market instruments.”⁴

E, por fim, para a Comissão de Valores Mobiliários (2012, p.1), entidade de regulação no Brasil, a classificação de risco de crédito adotada é:

“Atividade de opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários.”

Essas definições dão uma compreensão geral do conceito de *ratings* de crédito para as agências reguladoras do mercado. Probabilidade, opinião, classificação, qualidade do crédito, obrigações, ativos financeiros, foram alguns termos chave utilizados para definir o conceito. Mas, possivelmente, o melhor lugar para se encontrar o conceito mais apropriado de *rating* de crédito seria na própria Indústria de *ratings*.

Porém, ainda que dentro do mesmo setor de atuação, cada Agência de *Rating* de Crédito possui sua própria definição, com pontos comuns e divergentes. As três maiores agências de *rating* do mundo, em ordem alfabética, são: Fitch, Moody's e Standard & Poor's (S&P). Suas definições do conceito são descritas a seguir.

Para a agência de classificação Fitch (2007, p.1):

*Fitch's credit ratings provide an opinion on the relative ability of an entity to meet financial commitments... They are used by investors as indications of the likelihood of receiving their money back in accordance with the terms on which they invested... Depending on their application, credit ratings address benchmark measures of probability of default as well as relative expectations of loss given default.*⁵

emissor não honre (*default*) ou as suas obrigações financeiras em geral (*rating* de emissor) ou um débito específico ou um título de renda fixa (*rating* de ativo). ” (Tradução nossa)

⁴ “O termo '*rating* de crédito' significa uma avaliação da qualidade de crédito de um devedor como uma entidade ou no que diz respeito especificamente a um título ou ativo do mercado monetário.” (Tradução nossa)

⁵ “*Ratings* de crédito da Fitch fornecem um parecer sobre a capacidade relativa de uma entidade para honrar compromissos financeiros ... Eles são utilizados por investidores como indicador da probabilidade de receberem seu dinheiro de volta em conformidade com as condições em que investiram ... Dependendo de sua aplicação, os *ratings* de crédito abordam medidas de referência

Para a agência de classificação Moody's (2004, p.9):

A Moody's credit rating is an independent opinion about credit risk. It is an assessment of the ability and willingness of an issuer of fixed-income securities to make full and timely payment of amounts due on the security over its life. ⁶

E, finalmente, para a agência de classificação Standard & Poor's (2005, p.8):

A credit rating is Standard & Poor's opinion of the general creditworthiness of an obligor, or the creditworthiness of an obligor with respect to a particular debt security or other financial obligation, based on relevant risk factors. ⁷

As diferenças entre essas definições ilustram as divergências entre as três agências. A Fitch destaca o caráter relativo de todos os *ratings* e sua preocupação com *default*. Sua definição enfatiza a distinção entre a probabilidade de ocorrência de *default* e as potenciais perdas por parte do investidor. A Moody's, por sua vez, ressalta a independência de sua opinião, que lida com o risco de crédito e a predisposição do emissor em cumprir suas obrigações. Para a S&P, a solvência tem destaque, *ratings* lidam com a credibilidade, seja a do próprio emissor ou de um determinado título, e sua opinião em relação ao emissor é baseada em variáveis de relevantes fatores de risco.

Apesar das diferenças, todas as três grandes ACRCs concordam que o *rating* é uma opinião quanto a probabilidade de o emissor de um título mobiliário honrar os rendimentos devidos de forma pontual e total. O fator comum é que *ratings* lidam com o risco de *default* e o colocam, emissores ou títulos, em uma escala do menos provável de um *default* para o mais provável de sua ocorrência. Portanto, para compreender o que é o *rating* de crédito é necessário compreender primeiro o que é o *default*.

de probabilidade de inadimplência, bem como as expectativas relativas de perdas dado o seu descumprimento. " (Tradução nossa)

⁶ "A classificação de crédito da Moody é uma opinião independente sobre o risco de crédito. É uma avaliação da capacidade e predisposição de um emissor de títulos de renda fixa em realizar o pagamento integral e oportuno dos montantes devidos de maneira segura durante a vida do título. " (Tradução nossa)

⁷ "Um *rating* de crédito é a opinião da Standard & Poor em relação à credibilidade geral de um devedor, ou à qualidade de crédito de um devedor em relação a um título de dívida em particular ou outra obrigação financeira, com base em fatores de risco relevantes. " (Tradução nossa)

1.2 O Default

1.2.1 Conceito

Apesar de ser um conceito ambíguo, por permitir mais de uma interpretação do momento em que ocorre, segundo Langohr e Langohr (2008), a análise de *default* seria o núcleo da Indústria de *ratings* de crédito. A avaliação apropriada do risco de *default* e a precisão de sua medida seriam críticos na valoração dos títulos de dívida, na mensuração de sua performance, e no assessoramento à eficiência do mercado.

Default seria a “falha no pagamento do dinheiro devido”, segundo tradução do conceito do Dicionário Oxford (2015), popularmente o chamado “calote da dívida”. Essa definição serve como ponto de partida para a análise do *default* corporativo. Langohr e Langohr (2008) afirmam que independentemente do emissor e da infrequência de *defaults*, historicamente nenhum título, ou *bond*⁸, está isento de *default*. O risco pode ser grande ou pequeno, mas nenhum título possui garantia absoluta. Como não é possível prever o futuro, a análise do risco é necessariamente uma estimativa subjetiva, e como ela pode ser realizada de diferentes formas, resultam diferentes graus de precisão.

Default é um fenômeno comum no mercado e naturalmente os investidores desejam saber quais títulos seriam os menos prováveis a isso. Langohr e Langohr (2008) dão o exemplo da S&P, que em 30 de junho de 2005, tinha emitido notas de *rating* para 7028 títulos corporativos. Segundo Vazza e Kraemer (2015), entre 1970 e 2010 a taxa média de *default em 5 anos* foi de 5,5%, sendo 12,27% a máxima em 1999. A Figura 1.1 mostra que essa taxa aplicada a 2005 sugeriria que entre 300 e 400 títulos teriam *default* em 30 de junho de 2010. O trabalho das ACRCs consistiria em identificar as companhias que pertenceriam a este grupo. Se não existissem *defaults* não existiriam *ratings* de crédito, por ser a principal informação dessa Indústria.

⁸ Langohr e Langohr (2008) definem *bonds* corporativos como sendo tradicionalmente títulos, que são ativos de débitos que uma companhia emite para levantar capital para uma variedade de propósitos, como construir uma nova planta, comprar equipamentos, aumentar a escala do negócio, recomprar controle acionário, etc. O *bond* dá ao investidor uma nota de dívida, mas não propriedade, a menos que ocorra o *default* do *bond*.

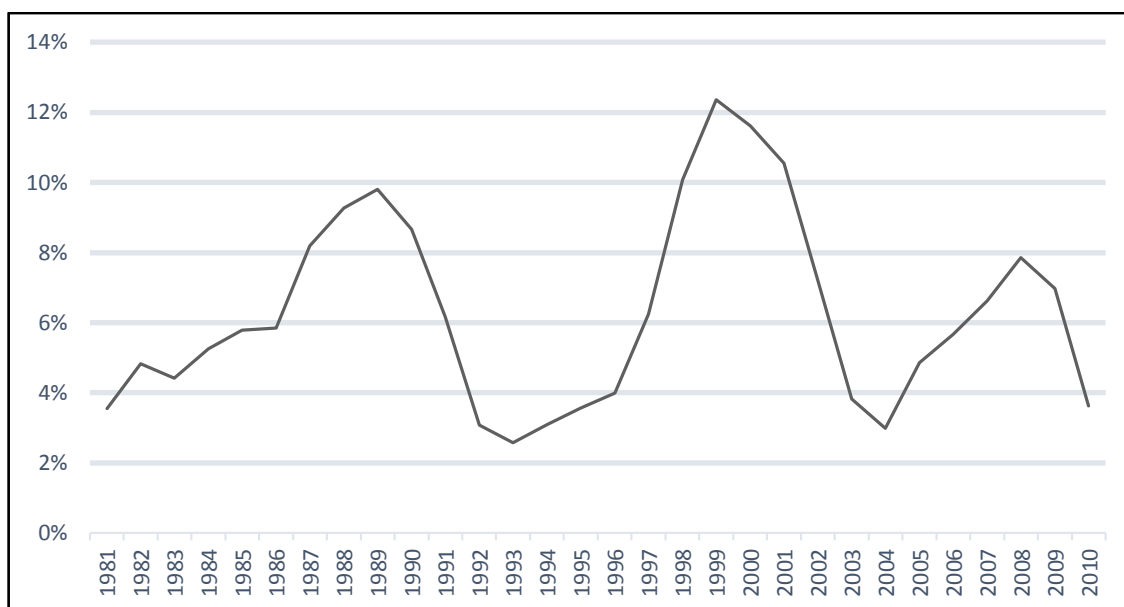


FIGURA 1.1 – TAXA ACUMULADA DE DEFAULTS APÓS 5 ANOS POR TOTAL DE TÍTULOS EMITIDOS AVALIADOS PELA S&P – 1981 - 2010.

Fonte: Vazza, D. e Kraemer, N. (2015, p. 74) [Elaboração própria]

Segundo Ganguin (2005, p.195), não existe uma definição única e global do momento de ocorrência do *default*. Alguns consideram *default* a “falha no pagamento do dinheiro devido”, como já foi dito, o *default* ocorrendo já a partir do primeiro evento de não pagamento de uma obrigação. Outros enxergam o *default* ocorrendo após um prazo de 90 dias do primeiro descumprimento, dando prazo para possíveis remediações. Há ainda os que consideram *default* após a falência. De fato, o *default*, de uma forma ou de outra, sempre significa um não pagamento. Será considerada aqui a primeira interpretação de *default*, a da Indústria de *ratings*, a forma mais restritiva das três interpretações apresentadas.

1.2.2 Default Técnico

Langohr e Langohr (2008) definem *default* técnico como a violação de obrigação financeira que excede o não pagamento do serviço da dívida pelo tomador de empréstimos. O serviço da dívida é o pagamento que o devedor faz para saldar os juros e as amortizações do principal referentes a um empréstimo. Portanto, o *default* técnico ocorre quando não são cumpridos outros requisitos contratuais. Por exemplo, cláusulas proibitivas podem exigir uma série de restrições aos balanços de uma empresa, como taxas mínimas de liquidez ou

solvência, que o devedor deve respeitar para que seja possível o pagamento dos empréstimos. A violação dessas restrições poderia dar ao banco o direito de exigir o pagamento imediato do empréstimo.

Enquanto a violação dessas restrições constitui *default* técnico, ela não representa o *default* em si, e não aparece nas estatísticas usuais de *default*. Apesar dessas technicalidades, tais obrigações são de grande interesse para os analistas das ACRCs. A capacidade de honrar tais obrigações, e a propensão a tal, claramente é um fator que afeta as habilidades subsequentes em honrar os pagamentos devidos de forma total e no tempo correto. Uma parte essencial da análise de uma ACRC é investigar as restrições às quais as empresas analisadas estão sujeitas, inclusive aquelas confidenciais.

Mas o que seria o “não pagamento”? Cantor (2007) esclarece que, para a Moody's, é um evento que modifica a relação atual, entre o detentor de títulos e o emissor, da relação que foi originalmente concordada, e sujeita o detentor de títulos a uma perda econômica. Isso incluiria três cenários:

1. A perda ou atraso do pagamento de juros e/ou do principal, incluindo pagamentos atrasados feitos no prazo de carência;
2. Falência, bloqueio administrativo, sindicância legal, ou outro impedimento, incluindo regulatório, ao pagamento dos juros e/ou principal de forma pontual; e
3. Uma troca desfavorável em que o emissor oferece ao detentor de títulos um novo título ou pacote de títulos, onde:
 - a. Reduziria o montante das obrigações devidas, como ações preferenciais, ou títulos com menores taxas ou montantes, vencimentos mais distantes ou validades menores; ou
 - b. A troca seria motivada pelo aparente propósito de ajudar o mutuário a evitar o *default*

O *default* é a primeira ocorrência de qualquer uma dessas três situações. Wruck (1990) afirma que tipicamente, mas não sempre, o *default* ocorre quando o capital operacional da firma é insuficiente para realizar seus pagamentos contratuais requeridos, como pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio. Enquanto uma companhia fechada não está sujeita a tais requerimentos, um desempenho ruim não induziria a estes eventos, mas o mau resultado

poderia acarretar a redução do capital operacional, levando a um dos três cenários citados.

1.2.3 Falência

Segundo Wruck (1990), atos corretivos envolveriam ações como a venda de grandes ativos, fusão com outra companhia, redução do capital envolvido em pesquisa e desenvolvimento. Reestruturação financeira poderia envolver novas emissões de títulos, negociados com bancos e credores, em troca do refinanciamento da dívida, ou eventualmente, pedido de falência.

Ainda segundo Wruck (1990), falência é o processo supervisionado judicialmente de quebra e reescritura de contratos, não sendo o sinônimo de liquidação, apesar de muitas vezes serem utilizados incorretamente como sinônimos. Liquidação é a venda de ativos da firma e sua distribuição conforme reivindicação. A falência é desambígua, um estado binário, ou a companhia está ou não em falência.

Segundo Langohr e Langohr (2008), muitas tentativas foram realizadas para determinar as características que definem a falência. Trabalhos seminais iniciaram os estudos sobre o assunto, tanto acadêmicos quanto comerciais, utilizando análises com múltiplas variáveis para determinar o evento previamente com base em sinais e indícios em indicadores. Utilizando essa abordagem, tem-se o trabalho de Edward Altman (1968), um número que preveria *defaults* a partir de uma análise discriminante, chamada de *Z-score*.

Hull (2012) explica o trabalho pioneiro de Altman, a partir da equação:

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.999X_5$$

Onde $X_1 = \frac{\text{Capital de Giro}}{\text{Total de Ativos}}$; $X_2 = \frac{\text{Lucro Acumulado}}{\text{Total de Ativos}}$; $X_3 = \frac{\text{Lucro antes de Juros e Tributos}}{\text{Total de Ativos}}$;
 $X_4 = \frac{\text{Valor Patrimonial de Mercado}}{\text{Valor Patrimonial Contábil}}$ e $X_5 = \frac{\text{Vendas}}{\text{Total de Ativos}}$.

Se o *Z-score* for maior que 3.0, a companhia será improvável de *default*. Se a pontuação estiver entre 2.7 e 3.0, é necessária atenção. Entre 1.8 e 2.7, existiria boa chance de *default*. Abaixo de 1.8, a probabilidade de dificuldades financeiras seria muito alta. Isso é, quanto maior o *Z-score* encontrado, menores seriam as probabilidades dessa firma vir à falência e ter *default* em suas obrigações.

Langohr e Langohr (2008) salientam que essa análise não leva em consideração as medidas corretivas que as companhias possam realizar.

Resumidamente, as ACRCs devem avaliar a extensão dos danos causados por uma performance ruim em um determinado número de exercícios, analisando a possibilidade de esta levar a companhia à falência. É preciso estimar a viabilidade da companhia em solucionar o problema de forma autônoma, com credores ou o pedido de falência. A agência precisa ter especial atenção aos recursos da companhia, à resiliência de suas estruturas, e avaliar a competência do corpo diretor em gerenciar os recursos da firma.

1.3 Influências sobre os *Defaults* Corporativos

A economia como um todo ou setores específicos dela estão sujeitos a períodos de crise, mas isto não necessariamente significa que todas as companhias estarão envolvidas. Existem sempre companhias que se destacarão em condições adversas, mas o contrário também é válido, existem companhias que em cenários favoráveis, de bonança, terão desempenho ruins. Segundo Aguiar e Altman (2005), as taxas de *default* aumentam durante períodos de recessão e declinam em períodos de expansão econômica, refletindo que de fato o risco de crédito seria cíclico.

A figura 1.2 mostra a taxa anual de *defaults* para os *bonds* corporativos dos Estados Unidos no mercado de títulos e os seis períodos de recessão do país entre 1971 e o final de 2010. O gráfico ilustra claramente o caráter cíclico do risco de crédito. Em todos os casos, a taxa de *default* teve um pico expressivo durante uma crise ou próximo ao fim da recessão, começando sua escalada de crescimento próxima ao período inicial da crise.

Langohr e Langohr (2008) afirmam que o risco dos negócios variaria através dos setores industriais, e que as taxas de *default* tenderiam a ser dirigidas pelo setor. Lazer e diversão, mídia, e o setor de brinquedos seriam muito sensíveis aos ciclos econômicos em razão das despesas supérfluas serem as primeiras a serem reduzidas em períodos de recessão. Estes tenderiam a ser os setores de maior risco. Saúde, seguros, instituições financeiras, e utilidade pública representariam negócios de baixo risco setorial.

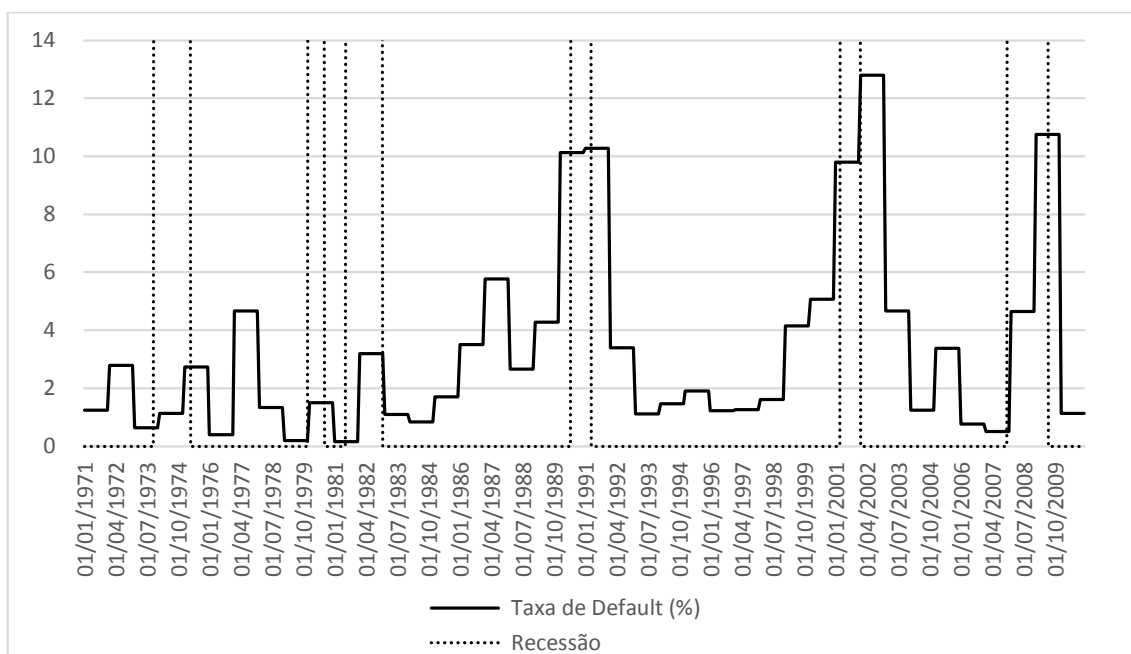


FIGURA 1.2 - TAXA HISTÓRICA DE *DEFAULT* E PERÍODOS DE RECESSÃO NO US HIGH YIELD BOND MARKET (1971 – 2010).

Períodos de recessão: 11/73 - 3/75, 1/80 - 7/80, 7/81 - 11/82, 7/90 - 3/91, 4/01 - 12/01, 12/07 - 6/09
 Fonte: Altman, E. e Kuehne, B.J. (2011, p.6). [Elaboração própria].

A figura 1.3 demonstra exatamente esta situação. A escala à esquerda mede a taxa de *default*, os setores estão dispostos em ordem decrescente de risco, e à direita tem-se a escala de desvio padrão. O setor de lazer e mídia obteve a maior taxa de média de inadimplência, 3.70%, enquanto o setor de seguros obteve a menor, 0.40%. A escala de desvio padrão nos mostra a dificuldade de se realizar uma previsão em alguns setores, como o de telecomunicações, com desvio padrão de 4.10, e o de lazer e mídia, como 3.40, indicando que estes setores tiveram anos com taxas de *default* acentuadas.

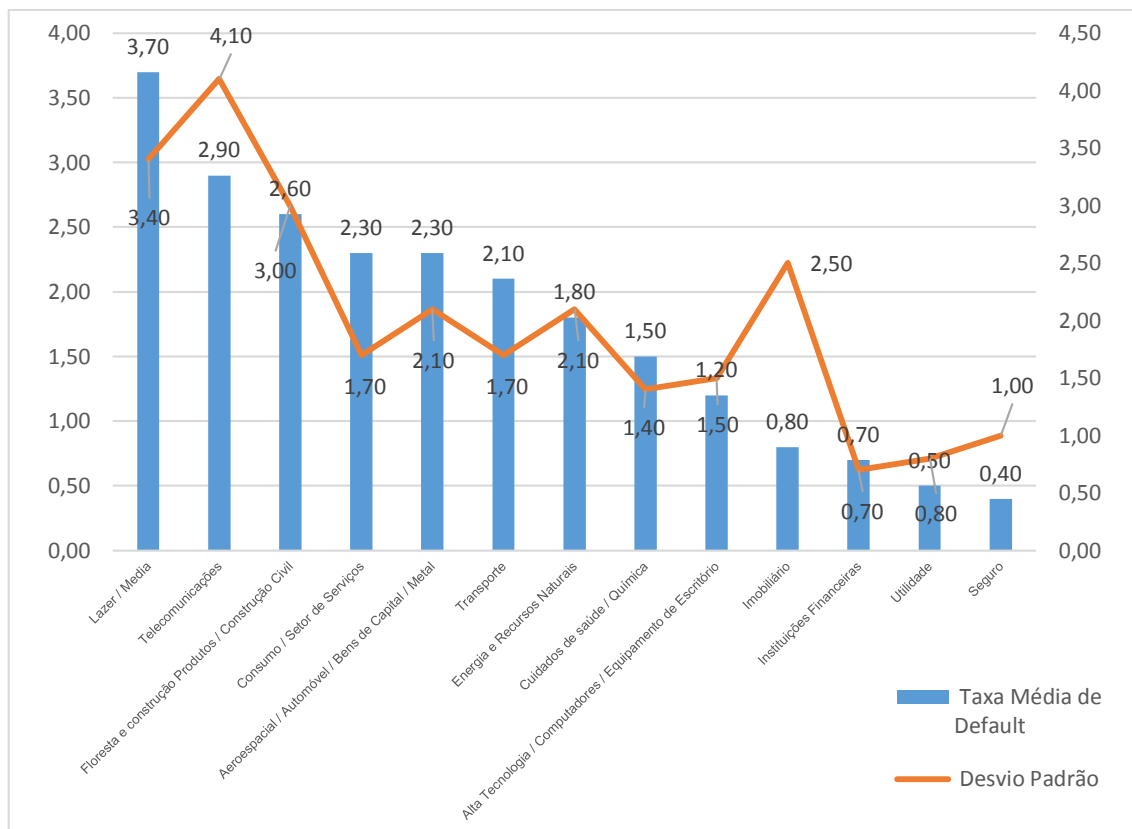


FIGURA 1.3 - TAXA MÉDIA (%) DE DEFAULTS POR INDÚSTRIA: MÉDIA E DESVIO PADRÃO (1981 – 2014)

Fonte: Vazza, D. e Kraemer, N. (2015, p.44). [Elaboração Própria].

Langohr e Langohr (2008) afirmam, ainda, que fatores como revoluções tecnológicas e regulatórias afetam as companhias tanto em termos de número de competidores quanto na natureza da competição, criando uma situação de risco ao setor, levando algumas dessas companhias ao *default*. Fato que ajudaria a explicar, por exemplo, o setor de telecomunicações, que possui uma alta taxa de *default* como também um grande desvio padrão.

A partir dessa análise é possível tirar algumas conclusões dos fatores específicos que levam uma companhia ao *default*. Raramente ele ocorre como o resultado de um único fator, sendo a consequência da interação de vários. O surgimento das agências de *rating* se deu a partir da necessidade em sintetizar todos esses fatores em um único índice, uma nota capaz de representar objetivamente ao mercado a probabilidade da ocorrência de um *default*, com características e símbolos coerentes.

CAPÍTULO II - AS AGÊNCIAS DE *RATING* DE CRÉDITO E SUAS ESCALAS DE *RATING* – FITCH, MOODY'S E STANDARD & POOR'S

2.1 Origens

Atualmente existem cerca de 160 Agências de Clarificação de Risco de Crédito ao redor do mundo, três delas têm relevância global, mostrando como esta indústria é pequena e concentrada. Essa concentração auxilia na independência das ACRCs em relação aos emissores de títulos, o reduzido número de participantes confere o poder no que diz respeito à emissão de *ratings* pagos, sendo possível se distanciar dos conflitos de interesses (LANGOHR e LANGOHR, 2008).

Segundo Langohr e Langohr (2008), até a primeira metade do século XIX, o serviço que hoje é oferecido pelas ACRCs era ofertado por três tipos de instituições: a imprensa especializada em finanças e negócios, as agências de divulgação de crédito e os bancos de investimento.

Rudden (2005) afirma que as companhias ferroviárias foram pressionadas a se expandir para o "*wild west*", o oeste dos Estados Unidos, na segunda metade do século XIX, a escala e a incerteza dessa expansão significava que as companhias ferroviárias não seriam mais capazes de obter capital suficiente de bancos e investidores locais. A solução para a necessidade de capital das companhias ferroviárias foi o rápido desenvolvimento de um mercado de dívida mobiliária de companhias ferroviárias.

Esse novo mercado criou uma necessidade, os investidores europeus, geograficamente distantes, exigiam informações referentes ao crédito das empresas em que estavam considerando investir. Os meios tradicionais de obtenção de informações através da comunidade, relações comerciais e bancárias eram insuficientes. Necessitavam serem informados por uma terceira parte independente para tomarem suas decisões de investimento e de preços

Em resposta a esta necessidade do mercado, Henry V. Poor, que assumiu como editor da American Railroad Journal em 1849, o primeiro periódico especializado em finanças e negócios ferroviário, começou a publicar

informações sistemáticas sobre as propriedades das companhias ferroviárias, seus ativos, passivos e ganhos, definindo o papel da imprensa especializada.

As agências de divulgação de crédito avaliavam a capacidade de comerciantes em honrar o pagamento de dívidas. Essas agências não emitiam *ratings* ou outro tipo de escala, mas relatórios com informações de credores, prazos e condições de débitos. A primeira agência mercantil de crédito foi fundada em Nova Iorque, e em 1841 adquirida por Robert Dun, emitindo o primeiro guia de avaliação da qualidade de crédito em 1859. John Bradstreet fundou uma agência similar em 1849, publicando seu primeiro manual em 1857. As duas companhias posteriormente se fundiram, permanecendo D&B até o ano 2000 (LANGOHR e LANGOHR, 2008).

Os bancos de investimento emitiam títulos para financiar empréstimos, colocando sua reputação atrelada à qualidade dos títulos. Ajudaram no desenvolvimento desse mercado, aproximando, como intermediários, a demanda e a oferta de empréstimos.

A figura 2.1 mostra uma linha do tempo, onde é possível identificar os fatos mais marcantes relacionados a esta indústria, dividida em cinco fases. A primeira, entre 1832 e 1841, pré-agência de *rating* de crédito, CRA na abreviação em inglês. A segunda, entre 1909 e 1943, o estabelecimento da indústria de *ratings*. A terceira, entre 1944 e 1969, período de estabilidade econômica e baixa demanda por *ratings*. A quarta fase, 1970 a 2001, período marcado por grandes choques e desenvolvimento da demanda por *ratings*. E a quinta e última fase, a partir de 2002, marcada pelo rápido desenvolvimento de produtos e serviços financeiros, expansão das ACRCs fora dos EUA.

| Pre-CRA | | | | |
|--|---|---|--|---|
| 1832 | 1849 | 1841 | 1849 | |
| <i>The American Railroad Journal</i> | <i>Poor's Manual of the Railroads of the United States</i> | The first mercantile credit agency (acquired by Robert Dun in 1859) | John Bradstreet agency | |
| CRA | | | | |
| Phase 1 (1909–1943): Establishment of the CRA industry | | | | |
| 1909 | 1916 | 1930 | 1933 | 1941 |
| John Moody's agency | Entry of the Poor company into the rating business. John Knowles Fitch founds Fitch Ratings | First regulatory uses of credit ratings | Consolidation of Dun & Bradstreet (D&B) | Merger of the Poor company with Standard Statistics |
| Phase 2 (1944–1969): Period of economic stability and low demand for ratings | | | | |
| 1962 | | | | |
| D&B acquires Moody's Investor Services | | | | |
| Phase 3 (1970–2001): Period of major economic shocks; development of demand for CRA services | | | | |
| 1970 | 1975 | 1995 | 2000 | |
| Penn Central defaults on its commercial paper. Issuer-pays model is introduced as a result. | SEC established the list of nationally recognized statistical rating organizations (NRSRO) | Fitch Ratings becomes part of Fimalac SA. | Fitch Ratings acquires Duff & Phelps Credit Rating Co. | |
| Phase 4 (2002–present): Rapid development of financial innovations. Expansion of CRAs outside the US. | | | | |

FIGURA 2.1: HISTÓRIA DO CRESCIMENTO DA INDÚSTRIA DE ACRC

Fonte: LANGOHR e LANGOHR (2008, Exhibit 8.1, p. 376)

2.1.1 Moody's Investor Service e Standard & Poor's

As avaliações de crédito nos EUA tiveram seu início no começo do século XX, em 1912, durante a controvérsia pública e a turbulência no mercado causadas pela falência de companhias ferroviárias, em duvidoso esquema de terras e outras propriedades recém-fundadas no oeste dos Estados Unidos (O'Neill, 1992, *apud* Sinclair, 2005, p.23)

A partir da metade final do século XIX até a Primeira Guerra Mundial, ocorreu um grande crescimento do número de publicações sobre o mercado financeiro nos Estados Unidos. Segundo Kirkland (1961, *apud* Sinclair, 2005, p.24), Henry V. Poor publicou o *Poor's American Railroad Journal*, nos anos 1850, seguido pelo *History of the Railroads and Canals of the United States of America*, em 1860. Essas publicações detalhavam não apenas o comprimento das ferrovias, as cotas dos acionistas, mas também traziam registros detalhados dando um panorama sobre o investimento americano em infraestrutura. Poor (1860, *apud* Sinclair, 2005, p.23) afirmou:

There is not in this country as in most others, a central point at which the more important companies are either domiciled, or at which all are required to present annual statements of their affairs, for that reason that they derive their existence and powers from the legislatures of the several States.⁹

Segundo Kirkland (1961), em 1868, Poor produziu o primeiro *Manual of the Railroads of the United States* e por volta de 1880, esse periódico já possuía mais de cinco mil assinantes.

De acordo com Sinclair (2005), assim como Poor, John Moody notou que enquanto as informações sobre o setor ferroviário aumentavam e se tornavam cada vez mais disponíveis, outros setores industriais que emergiam continuavam carentes de dados. Conforme Moody (1933, *apud* Sinclair, 2005, p. 23) afirmou:

A high percentage of Corporation securities had to be bought on faith rather than knowledge. [...] One bright morning the thought flashed through my mind 'Somebody, sooner or later, will bring out an industrial statistical manual, and when it comes it will be a gold mine. Why not do it myself?'¹⁰

Moody começou primeiro publicando *Manual of Industrial Statistics*, em 1900, e segundo Kirkland (1961), a previsão de Moody se provou acertada. A transição entre a emissão de compilações de informações e a emissão de julgamentos sobre a qualidade de crédito dos devedores ocorreu entre a crise

⁹ “Não existe neste país como na maioria dos outros, um ponto central onde as mais importantes companhias são ou domiciliadas, ou em que são obrigadas de apresentar um relatório anual de seus negócios, pela razão que elas derivam suas existências e poderes de legislações de vários Estados.” (Tradução nossa)

¹⁰ Uma alta porcentagem de títulos corporativos tiveram de ser comprados na fé, em vez de conhecimento. [...] Uma brilhante manhã o pensamento passou pela minha mente 'Alguém, mais cedo ou mais tarde, vai criar um manual de estatística industrial, e quando chegar ele vai ser uma mina de ouro. Por que não fazer isso eu mesmo?'. ” (Tradução nossa)

financeira de 1907 e a Comissão Pujo de 1912¹¹. A crise de 1907 transformou as práticas financeiras, destruiu a confiança em como as finanças americanas eram reguladas, expandiu a demanda por informações independentes, livres de conflitos de interesses, e ajudou a fundação do *Federal Reserve System*¹².

Após a crise de 1907, Moody retornou a indústria de avaliação de crédito, baseando-se, em parte, nos *ratings* do mercado de crédito mercantil de varejo e atacado, realizado por companhias como R. G. Dun & Company. Moody afirmou ter sido influenciado pelas atividades de classificação de títulos em Viena e em Berlim, codificado no que ele chamou de *Manual Austríaco de Estatísticas* (SINCLAIR, 2005).

Poor, e Moody emitiram seus primeiros *ratings* em 1916, seguidos, em 1922, pela Standard Statistics Company (S&P, 2002). Segundo Harold (1938 *apud* Sinclair, 2005, p.24), “Security *ratings* were first published on ‘hunch’”.¹³ Muitos negociantes, em razão da possibilidade de limitar flutuações futuras nos preços dos *bonds*, eram hostis em relação às notas de *rating*.

Segundo Sinclair (2005), a Moody’s Investor Service teve de se adequar ao legado de John Moody & Company, o negócio original de Moody de emitir relatórios estatísticos. Roy W. Porter se tornou editor do *Moody’s manuals*, em 1908, como resultado da crise. Posteriormente, em 1914, Porter comprou a companhia.¹⁴ Cinco anos após a sua compra, a companhia se fundiu com a Poor’s Railroad Publishing Company. Ironicamente, parte da S&P contemporânea foi formada com base na companhia original de avaliação de títulos de John Moody.

¹¹ O congressista americano Arsène Pujo, presidente do *House Committee on Banking and Currency*, reuniu uma comissão especial para investigar um “truste do dinheiro”, monopólio dos banqueiros mais poderosos de Nova Iorque. A comissão publicou um relatório rigoroso sobre os negócios bancários, e descobriu que funcionários do banco *J.P. Morgan & Co.* tinham assento em conselhos diretivos de 112 empresas com capitalização no mercado no valor de 22,5 bilhões de dólares, enquanto a capitalização total da Bolsa de Nova Iorque estava então estimada em 26,5 bilhões de dólares (BRUNNER e CARR, 2007).

¹² O Sistema da Reserva Federal é o sistema de banco central dos Estados Unidos. Foi criado em 1913, com a promulgação do *Federal Reserve Act*. As suas funções são hoje de conduzir a política monetária do país, supervisionar e regulamentar as instituições bancárias, manter a estabilidade do sistema financeiro e prestação de serviços financeiros para instituições depositárias, o governo dos EUA, e instituições oficiais estrangeiras (FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO).

¹³ “*Ratings* de segurança eram no início publicados com base em ‘palpites’.” (Tradução nossa)

¹⁴ Um ano depois de Moody’s Analyses Publishing Company se tornado, como é conhecida hoje, Moody’s Investors Service (SINCLAIR, 2005).

Em 1919, a Poor's obteve o direito legal de utilizar o nome "Moody", causando certa confusão. Em 1924, Moody recomprou os direitos por US\$100.000, vendendo ações preferenciais para financiar tal ação. De acordo com John Moody (1950, *apud* Wilson, 1987, p. 358):

"For long years this was a matter of great confusion in our markets; people were always confusing Poor's publications as ours and naturally enough this was a fator in limiting our sales."¹⁵

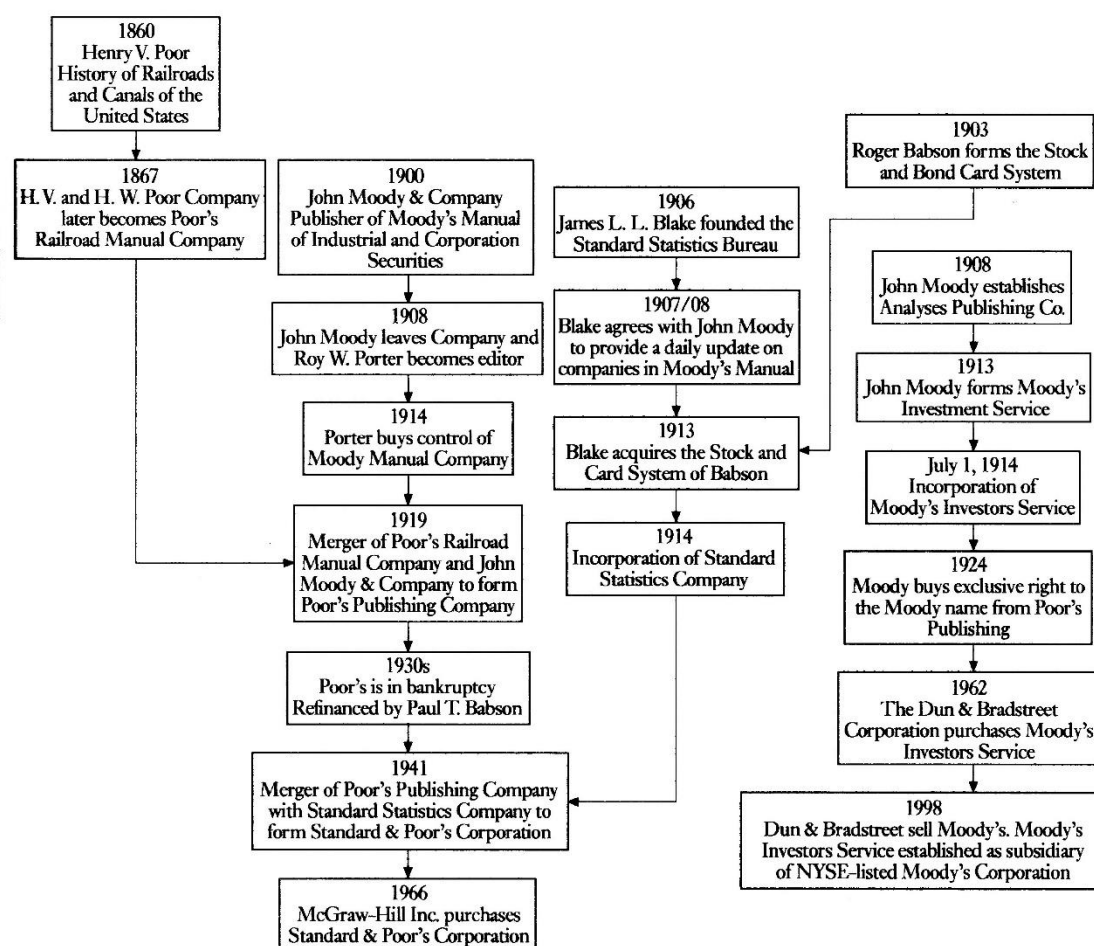


FIGURA 2.2: ORIGENS DA MOODY'S INVESTORS SERVICE E STANDARD & POOR'S

Fonte: Wilson (1987 *apud* Sinclair, 2005, Figure 1, p. 25)

¹⁵ "Durante anos este foi um assunto de grande confusão nos nossos mercados; as pessoas sempre confundiam as publicações de Poor's com as nossas e este era naturalmente um fator suficiente para limitar nossas vendas." (Tradução nossa)

O esquema representado na figura 2.2 demonstra de forma sintetizada a formação dessas duas Agências, fusões e aquisições até 1998.

2.1.2 Fitch

A origem da agência Fitch pouco difere da origem das duas outras agências, entretanto enquanto a Moody's e a S&P cresceram em grande parte de forma orgânica, através de ações táticas e planejadas, a Fitch hoje é o resultado de uma série de complicadas fusões e aquisições na segunda metade do século XX. Esses processos ampliaram sua ação não apenas de maneira geográfica, mas também em expertise, fruto justamente dos processos de reorganização pelos quais passou (LANGOHR e LANGOHR, 2008).

A Fitch Group começou suas atividades no início do século XX, fundada por John Knowle Fitch com o *The Fitch Publishing Company*, em Nova Iorque, em dezembro de 1913, com o intuito de publicar relatórios estatísticos. Os relatórios publicados, iniciados com *Fitch Bond Book*, seguido de *Fitch Stock and Bond Manual*, logo se tornaram, em 1924, relatórios de *rating*, utilizando escalas de AAA até D (LANGOHR e LANGOHR, 2008).

2.2 Escalas de *rating* de Longo Prazo

As ACRCs sintetizam suas opiniões na forma de *ratings*, símbolos de graduação, tais como AAA, AA-, C. Cada símbolo representa um grupo cujas características do risco de crédito são muito semelhantes. Segundo Langohr e Langohr (2008), o primeiro símbolo heurístico foi adotado pela Moody's em 1909. Existem muitas maneiras de se classificar e graduar os *ratings*, e cada ACRC possui sua própria escala e significado para os diferentes níveis de probabilidade de *default*. A maioria das ACRCs distingue entre o *rating* de um emissor e o *rating* de um ativo específico.

O *rating* de um emissor classifica-o como um todo, independentemente de um débito específico, fornecendo uma avaliação da qualidade do crédito da companhia como um todo (S&P, 2006). No universo financeiro, títulos, derivativos, câmbio, taxas de juros, mercadorias futuras, o *rating* de um emissor

é conhecido como o “risco de contraparte”, o risco da contraparte não honrar os termos de um contrato financeiro (LANGOHR e LANGOHR, 2008).

O *rating* de um ativo trata do risco envolvido com o desempenho de um determinado ativo. Avalia a capacidade do emissor em cumprir os termos determinados pelo título, e combinando o risco de *default* e uma dada expectativa de perda no caso de *default* tem-se o risco do ativo. Por exemplo, comparando dois ativos, um *bond* totalmente segurado e uma debenture, no caso de falência, o detentor do *bond* terá maior probabilidade de receber em sua totalidade os rendimentos e o principal que o detentor da debenture. Sendo assim, o *rating* do *bond* será maior que o da debenture, mesmo que emitidos pela mesma instituição (LANGOHR e LANGOHR, 2008).

Existem essencialmente três tipos de escala de *rating* de crédito: a escala fundamentalmente ordinal, utilizada para classificar a qualidade do crédito de um ativo ou emissor pelas ACRCs; o *spread* de crédito do mercado financeiro, resultado da decisão dos investidores de títulos; e o *rating* implícito do mercado de crédito, obtido por meio de modelos matemáticos de equilíbrio de arbitragem, teorias de probabilidade e observações empíricas de *defaults* anteriores. Este capítulo tratará do primeiro tipo, a escala ordinal de longo prazo.

A perspectiva do *rating*, indicada com os sinais “+” e “-” ou de 1 a 3, sugere para qual direção um *rating* é provável de ser alterado num prazo entre um e dois anos. Reflete as tendências financeiras ou outras que ainda não atingiram um nível a ponto de induzir a uma mudança na nota, mas que poderia acontecer caso essas tendências se confirmem.

2.2.1 Fitch

TABELA 2.1: INTERPRETAÇÃO DOS *RATINGS* DE CRÉDITO DA AGÊNCIA FITCH

| |
|--|
| ----- Grau de Investimento ----- |
| AAA: |
| O <i>Rating</i> 'AAA' denota o mais alto <i>rating</i> atribuído pela Fitch em sua escala de <i>Rating</i> . Este <i>rating</i> é atribuído a emissores ou obrigações que possuem a mais |

baixa expectativa de risco de inadimplência em relação a todos os outros emissores e obrigações no mesmo país.

AA+, AA e AA-:

O *Rating* 'AA' denota uma expectativa de risco de inadimplência muito baixa em relação a outros emissores ou obrigações do mesmo país. O risco de crédito embutido nessas operações difere apenas levemente do risco de emissores e obrigações com o mais alto *rating* do mesmo país.

A+, A e A-:

O *Rating* 'A' denota uma expectativa de risco de inadimplência baixa em relação a outros emissores ou obrigações do mesmo país. Entretanto, mudanças adversas nas condições dos negócios ou econômicas podem afetar a capacidade de pagamento no prazo esperado em maior nível do que no caso de obrigações financeiras das categorias de *ratings* mais elevados.

BBB+, BBB e BBB-:

O *Rating* 'BBB' denota uma expectativa de risco de crédito adequada em relação a outros emissores ou obrigações do mesmo país. Entretanto, mudanças adversas nas condições dos negócios ou econômicas têm maior probabilidade de afetar a capacidade de pagamento no prazo esperado do que no caso de obrigações financeiras das categorias de *ratings* superiores.

----- Grau Especulativo -----

BB+, BB e BB-:

O *Rating* 'BB' denota um elevado risco de inadimplência em relação a outros emissores ou obrigações do mesmo país. No contexto do país, o pagamento das obrigações no prazo esperado é incerto e permanece mais vulnerável a mudanças adversas na economia ao longo do tempo.

B+, B e B-:

O *Rating* 'B' denota um risco de inadimplência elevado em relação a outros emissores ou obrigações do mesmo país. Os compromissos financeiros correntes estão sendo honrados, mas a margem de segurança permanece limitada e a capacidade de manter o pagamento, no prazo esperado, depende de condições favoráveis e sustentáveis dos negócios e na economia. Para

obrigações individuais, pode indicar que são obrigações de difícil recuperação ou que estão inadimplentes com potencial para recuperação extremamente alto.

CCC+, CCC e CCC-:

O *Rating* 'CCC' denota que a inadimplência é uma possibilidade. A capacidade de honrar os compromissos financeiros depende apenas da continuação de condições favoráveis e sustentáveis dos negócios ou na economia.

CC:

Rating 'CC' denota que a inadimplência para algumas obrigações parece provável.

----- Default -----

C:

Rating 'C' denota que a inadimplência é iminente.

RD: Inadimplência Restrita

Ratings 'RD' indicam, na opinião da Fitch, que um emissor enfrenta inadimplência não resolvida no pagamento de uma obrigação, um empréstimo ou outra importante obrigação financeira, mas que não entrou legalmente em processo de recuperação judicial, intervenção administrativa, liquidação ou encerramento formal ou que não encerrou suas atividades. A categoria 'RD' inclui:

- a. Inadimplência seletiva no pagamento de uma classe específica ou dívida em determinada moeda;
- b. Expiração, sem sucesso, de uma eventual carência, período de cura ou tolerância à inadimplência, após suspensão de um pagamento em dívida bancária, títulos no mercado de capital ou outra importante obrigação financeira;
- c. Extensão de múltiplos perdões ou período de tolerância após a inadimplência em um pagamento de uma ou mais importantes obrigações financeiras, em série ou em paralelo; e
- d. Execução de uma troca de dívida coercitiva de uma ou mais obrigações financeiras.

D, DD e DDD:

O *Rating* 'D' denota que um emissor ou um instrumento de dívida está inadimplente.

Fonte: Fitch (www.fitchratings.com.br, maio 2015)

2.2.2 Moody's Investors Service

TABELA 2.2: INTERPRETAÇÃO DOS *RATINGS* DE CRÉDITO DA MOODY'S INVESTORS SERVICE

----- Grau de Investimento -----

Aaa:

Obrigações que são classificadas 'Aaa' são consideradas da melhor qualidade. Elas carregam o menor grau de risco de investimento e são geralmente referidas como "borda dourada". Os pagamentos de juros são protegidos por uma grande ou excepcional margem estável e o principal é segurado. Enquanto os vários elementos de proteção são suscetíveis de alterações, tais mudanças são vistas como não suscetíveis de prejudicar a posição fundamentalmente forte de tais emissões.

Aa1, Aa2 e Aa3:

Obrigações que são classificadas 'Aa' são consideradas de alta qualidade em todos os padrões. Conjuntamente com o grupo 'Aaa' compreendem o que são geralmente conhecidos como 'emissões de alto grau'. Elas são classificadas abaixo dos melhores títulos porque as margens de proteção podem não ser tão grandes quanto as dos títulos 'Aaa'. As flutuações dos elementos de proteção podem ter maior amplitude ou pode haver outros elementos presentes que fazem o risco a longo prazo ser maior que o dos títulos 'Aaa'.

A1, A2 e A3:

Obrigações que são classificadas 'A' possuem muitos atributos favoráveis de investimento e devem ser consideradas como obrigações de grau médio superior. Fatores que dão segurança ao principal e juros são considerados adequados, mas podem estar presentes elementos que sugiram uma suscetibilidade à imparidade em algum momento no futuro.

Baa1, Baa2 e Baa3:

Obrigações que são classificadas 'Baa' são consideradas obrigações de grau médio, elas não são nem altamente protegidas nem mal protegidas. Pagamentos de juros e do principal parecem ser adequados em relação aos elementos de proteção presentes, mas alguns podem faltar ou podem ter características não confiáveis no longo prazo. Esses títulos não têm características excepcionais de grau de investimento e, de fato, possuem características especulativas.

----- Grau Especulativo -----

Ba1, Ba2 e Ba3:

Obrigações que são classificadas 'Ba' possuem elementos especulativos, seu futuro não pode ser considerado bem assegurado. Muitas vezes a proteção dos pagamentos de juros e do principal pode ser moderada, e, assim, essas emissões não são bem salvaguardadas durante ambos os bons e os maus momentos futuros. Incerteza de posição caracteriza títulos nesta classe.

B1, B2 e B3:

Obrigações que são classificadas 'B' não têm, geralmente, características de investimento desejável. Garantias de pagamento de juros e principal ou da manutenção de outros termos do contrato sobre qualquer longo período de tempo podem ser pequenas.

Caa1, Caa2 e Caa3:

Obrigações que são classificadas 'Caa' são instáveis. Tais emissões podem estar em *default* ou pode haver elementos presentes de perigo em relação ao principal ou juros.

Ca:

Obrigações que são classificadas 'Ca' representam obrigações especulativas em um alto grau. Tais emissões estão muitas vezes em *default* ou têm outras deficiências

----- Default -----

C:

Obrigações que são classificadas de 'C' são os títulos avaliados de classe mais baixa, e as emissões assim classificadas possuem perspectivas extremamente baixas de obter qualquer estabilidade do investimento.

Fonte: Moody's Investor Service (www.moody's.com, maio 2015) (Tradução nossa)

2.3 Standard & Poor's

TABELA 2.1: INTERPRETAÇÃO DOS *RATINGS* DE CRÉDITO DA AGÊNCIA STANDARD & POOR'S

----- Grau de Investimento -----

AAA:

Uma obrigação avaliada como 'AAA' tem o *rating* mais alto atribuído pela Standard & Poor's. A capacidade do devedor para honrar seus compromissos financeiros relativos à obrigação é extremamente forte.

AA+, AA e AA-:

Uma obrigação avaliada como 'AA' difere apenas ligeiramente das obrigações com o *rating* mais alto. A capacidade do devedor para honrar seus compromissos financeiros relativos à obrigação é muito forte.

A+, A e A-:

Uma obrigação avaliada como 'A' é de certa forma mais suscetível aos efeitos adversos de mudanças nas circunstâncias e nas condições econômicas do que as obrigações nas categorias mais altas. No entanto, a capacidade do devedor para honrar seus compromissos financeiros relativos à obrigação ainda é forte.

BBB+, BBB e BBB-:

Uma obrigação avaliada como 'BBB' exibe parâmetros de proteção adequados. No entanto, condições econômicas adversas ou mudanças nas circunstâncias são mais prováveis de levar a um enfraquecimento na capacidade do devedor para honrar seus compromissos financeiros relativos à obrigação.

----- Grau Especulativo -----

BB+, BB e BB-:

Uma obrigação avaliada como 'BB' é a menos vulnerável ao não pagamento do que outras emissões especulativas. No entanto, enfrenta grandes incertezas no momento ou exposição a condições adversas de negócios, financeiras ou econômicas que poderiam levar o devedor a uma capacidade inadequada para honrar seus compromissos financeiros relativos à obrigação.

B+, B e B-:

Uma obrigação avaliada como 'B' é mais vulnerável ao não pagamento do que as obrigações com *rating* 'BB', mas o devedor tem atualmente capacidade para honrar seus compromissos financeiros relativos à obrigação. Condições adversas de negócios, financeiras ou econômicas provavelmente prejudicariam a capacidade ou a disposição do devedor para honrar seus compromissos financeiros relativos à obrigação.

CCC+, CCC e CCC-:

Uma obrigação avaliada como 'CCC' está vulnerável ao não pagamento e dependente de condições favoráveis de negócios, financeiras e econômicas, para o devedor honrar seus compromissos financeiros relativos à obrigação. No caso de condições adversas de negócios, financeiras ou econômicas, o devedor provavelmente não terá a capacidade para honrar seus compromissos financeiros relativos à obrigação.

CC:

Uma obrigação avaliada como 'CC' está altamente vulnerável ao não pagamento. A avaliação 'CC' é utilizada quando o default ainda não ocorreu, porém a Standard & Poor's espera que o default seja praticamente certo, independentemente do tempo previsto para que o default aconteça.

----- Default -----

C:

Uma obrigação com *rating* 'C' é, atualmente, altamente vulnerável ao não pagamento e espera-se que a obrigação apresente senioridade relativa inferior ou recuperação total inferior às obrigações que possuem *rating* mais alto.

D:

Uma obrigação avaliada como 'D' está em default no pagamento ou em descumprimento de uma promessa imputada. Para instrumentos de capital não híbridos, a categoria de *rating* 'D' é usada quando os pagamentos de uma obrigação não são feitos no vencimento, salvo se a Standard & Poor's acreditar que esses pagamentos serão realizados dentro de cinco dias úteis na ausência de qualquer período de carência ou dentro do período de carência, ou dentro de 30 dias corridos. O *rating* 'D' também será utilizado mediante o registro de uma ação de falência ou tomada de ação similar e quando o default de uma obrigação é praticamente certo. O *rating* de uma obrigação é rebaixado para 'D' se estiver sujeito a uma proposta de aditamento sob condições desfavoráveis ao investidor.

Fonte: Definições de ratings da Standard & Poor's (2014a, p.3)

As perspectivas de *rating* positivas ou negativas não significam que uma alteração da classificação é inevitável, ou mesmo iminente, e, da mesma forma, *ratings* cuja perspectiva é estável, sem os sinais "+" ou "-", podem ser elevados ou rebaixados antes de uma prévia revisão da perspectiva. *Ratings* inadimplentes normalmente não têm perspectivas (Fitch, 2015).

Obrigações avaliadas, pela Fitch e S&P, e (Moody's), como "AAA" (Aaa), "AA" (Aa), "A" e "BBB" (Baa) possuem o grau de investimento, isso é, conferem a provável probabilidade em ter seus débitos honrados. Obrigações avaliadas como "BB" (Ba), "B", "CCC" (Caa), "CC" (Ca) e "C" são consideradas como tendo características especulativas significativas. "BB" indica o menor grau de especulação e "C" o maior. Embora essas obrigações provavelmente tenham algumas características de qualidade e proteção, estas podem ser contrabalançadas por grandes incertezas ou maior exposição a condições adversas (S&P, 2015).

TABELA 2.4: TABELA COMPARATIVA DOS RATINGS DE CRÉDITO POR AGÊNCIA

| Fitch¹ | Moody's² | S&P³ | Probabilidade de Default⁴ % |
|-----------------------------|----------------------------|----------------------------|---|
| Grau de Investimento | | | |
| AAA | Aaa | AAA | 0,02 |
| AA+ | Aa1 | AA+ | 0,05 |
| AA | Aa2 | AA | 0,08 |
| AA- | Aa3 | AA- | 0,13 |
| A+ | A1 | A+ | 0,21 |
| A | A2 | A | 0,32 |
| A- | A3 | A- | 0,42 |
| BBB+ | Baa1 | BBB+ | 0,54 |
| BBB | Baa2 | BBB | 0,7 |
| BBB- | Baa3 | BBB- | 0,9 |
| Grau Especulativo | | | |
| BB+ | Ba1 | BB+ | 1,15 |
| BB | Ba2 | BB | 1,48 |
| BB- | Ba3 | BB- | 2,09 |
| B+ | B1 | B+ | 2,95 |
| B | B2 | B | 4,14 |
| B- | B3 | B- | 6,66 |
| CCC+ | Caa1 | CCC+ | 10,64 |
| CCC | Caa2 | CCC | 17,00 |
| CCC- | Caa3 | CCC- | 17,95 |
| CC | Ca | CC | 20,00 |
| Default | | | |
| C | C | C | 20,00 |
| DDD | | D | |
| DD | | | |
| D | | | |

Fonte: (1) Fitch (2015); (2) Moody's Investors Service (2015); Standard & Poor's (2014); (4) Langohr e Langohr (2008, p. 47). [Elaboração própria]

CAPÍTULO III - AS RAZÕES DA EXISTÊNCIA DOS *RATINGS* DE CRÉDITO

Por que *ratings* de crédito existem? Quem precisa deles? Qual é a escala e o escopo de suas aplicações? *Ratings* de crédito são informações relevantes na relação entre tomadores de empréstimos e investidores, respectivamente à demanda e à oferta de capital. Provedores e usuários de *ratings* concordam que eles dão uma opinião sobre a relativa habilidade de uma entidade em cumprir seus compromissos. Este capítulo explica as diferentes necessidades que os *ratings* de crédito satisfazem, cada uma correspondendo a alguma função distinta, e o atual universo do *rating* em termo dos emissores e produtos.

3.1 A Necessidade de *Ratings* de Crédito

Segundo Langohr e Langohr (2008), as agências de risco encurtariam a distância entre os investidores e os tomadores de empréstimo, satisfazendo a necessidade de ambos. Investidores precisam de informações sobre a qualidade de seus investimentos e emissores precisam de acesso aos fundos. Satisfeitas essas necessidades fica fácil a otimização das decisões de investimento dos investidores e as emissões por parte dos mutuários. Para o primeiro, o *rating* de crédito reduziria o custo da informação; para o segundo, reduziria o custo do acesso ao mercado. Segundo os autores, existem três funções complementares dos *ratings*: medida do risco de crédito, medida de comparação entre emissores e um padrão comum de referência de risco de crédito.

A primeira função seria, objetivamente, medir o risco de crédito da entidade emissora e reduziir o problema de assimetria de informação existente entre a entidade emissora e os seus potenciais investidores. Esta seria a *raison d'être*, a função econômica original da existência do *rating* de crédito. No desenvolvimento da Indústria de *rating*, essa função era inicialmente realizada pelo relatório de crédito, que consistia essencialmente em descrever a habilidade do emissor em cumprir suas obrigações financeiras, mas não na forma de classificação. Informação assimétrica descreve o fato de duas partes em uma transação econômica não terem acesso às mesmas informações.

O conceito tem especial importância quando as duas partes não têm incentivos para revelar todas as informações relevantes a outra parte. Em um nível macroeconômico, *rating* de crédito aumenta a eficiência e a transparência do mercado de capitais, reduzindo a informação assimétrica entre investidor e emissor. Nesta função, a demanda por *rating* é gerada pelo fato de que a classificação é a medida da probabilidade do não pagamento da dívida (*default*), e quanto maior a capacidade do *rating* em termos do poder de previsão, mais valor a informação agrega.

A segunda função do *rating* seria providenciar uma forma de comparação entre todas as questões embutidas no cálculo do risco de crédito. De fato, uma grande parte do processo de cálculo do *rating* pelas agências, em especial as globais, é a consistência da escala de classificação e como ela deveria indicar os diferentes tipos de problemas possíveis. Esta é a função pela qual os investidores estão mais dispostos a pagar, uma vez que se baseiam nessa classificação para montarem seus portfólios.

Por último, a terceira função do *rating* é que uma classificação dada por uma agência fornece aos participantes do mercado um padrão comum, uma linguagem para se referirem ao risco de crédito. Um *rating* de crédito é uma opinião independente expressa em uma única unidade consolidada, sendo observável e verificável. Observável por estar disponível tanto para a parte credora quanto para a parte mutuária, mediante contrato e em um determinado momento, de uma forma inequívoca. Verificável por ser possível um tribunal, por exemplo, tomar conhecimento da nota de *rating* dada em qualquer período anterior.

Estatisticamente, o *rating* de crédito agrega a probabilidade de todas as contingências futuras de um emissor serem incapazes de honrar seus compromissos financeiros. Entretanto, o estado natural futuro não pode ser previsto, não pode ser perfeitamente descrito. Isso torna a natureza do *rating* de crédito única, não consistindo apenas em um relatório de crédito que traz informações de assimetria e classificação de emissores de títulos pelo grau de risco. Utilizando informações públicas e privadas relevantes para os investidores, as agências concentram em uma única medida todos esses dados, e é por isso que essa variável consolidada é utilizada diretamente por tantos agentes, sejam eles investidores ou emissores.

3.2 A Demanda dos Emissores

A demanda dos emissores por *ratings* seria essencialmente dirigida por sua função fundamental de fornecer uma mensuração do risco do crédito, como forma de suprir a necessidade de informar os investidores sobre sua confiabilidade. *Ratings* de crédito lidam com todos os tipos de obrigações, as quais possuem diferentes características como emissores de valores mobiliários.

Os valores de renda fixa implicam compromissos pré-determinados; algumas obrigações, como de títulos de renda variável ou indexados, o montante exato devido não é rigidamente pré-fixado, mas pré-formulado. Sendo assim, para o propósito da análise, ele é tratado como renda fixa, porque as funções exatas que determinam os desembolsos futuros são pré-fixadas.

Os emissores se encaixam em quatro classificações: empresas e corporações, fundos de investimento, instituições financeiras e organismos governamentais. Segundo Graham e Harvey (2003), para as empresas, os fatores mais importantes que afetam a política de débito são a manutenção da flexibilidade financeira e a posse de um bom *rating* de crédito. Caso, por exemplo, das empresas listadas na *Fortune 500*¹⁶.

Langohr e Langohr (2008) afirmam que um *rating* pode ser dispendioso, implicando custos diretos e indiretos aos emissores de títulos. Diretos em razão da taxa cobrada pela agência para emitir o *rating*. Indiretos em virtude da intrusão e da demanda de tempo necessária: a agência investiga a fundo a companhia, acessa um grande número de informações confidenciais, e analisa a gestão em diferentes níveis da empresa.

Algumas solicitações têm como objetivo o enquadramento da empresa em requisitos contratuais e de legislação e os *ratings* permitem a entrada de investidores que possuem algum tipo de regulação ou restrição quanto ao risco do investimento, como é o caso de fundos de pensão e das resseguradoras, que podem exigir um *rating* mínimo para o aporte de recursos. De acordo com pesquisa realizada pela S&P em 2005, 70% das empresas resseguradoras exigiam um *rating* mínimo A (S&P, 2005).

¹⁶ *Fortune 500 Global* é uma classificação das 500 maiores corporações em todo o mundo, conforme medido por sua receita. A lista é compilada e publicada anualmente pela revista americana *Fortune* (STANGLER e ARBESMAN, 2012).

De forma geral, o *rating* dá ao emissor acesso ao mercado público de títulos, abrindo um leque de alternativas de financiamento em termos de tamanho, prazo, alcance geográfico, taxa de câmbio, além da diversidade de instrumentos e investidores. Para Langohr e Langohr (2008) esse mercado reduziria o racionamento de capital para o emissor, tornando-o menos dependente de um grupo particular de credores, dando maior flexibilidade em cenários de contração de crédito. *Ratings* podem ainda ser úteis a uma firma que esteja em negociação de leasing ou de outros contratos de longo prazo. É rápido e fácil estabelecer a credibilidade e a estabilidade financeira de uma firma quando uma opinião independente de uma das Agências está disponível. O *rating* constitui forte instrumento de argumentação durante negociações, principalmente em relação a termos de contrato, como prazos e taxas de juros.

Os *ratings* ajudam as firmas a serem mais eficientes. Por essa razão eles são muito utilizados, e a nota de *rating* de crédito e o *spread* de crédito tendem a ser negativamente correlacionados, isso é, quanto maior a nota de *rating*, teoricamente menor o risco do financiador, logo a taxa cobrada pelo empréstimo tende a ser menor comparada a de um agente com uma nota de *rating* menor. Assim os emissores desejaram obter notas de *rating* maiores, podendo evitar o pagamento mais elevado de rendimentos, economizando no pagamento de taxas de juros.

Langohr e Langohr (2008) consideram que a nota de *rating* dá a uma empresa reconhecimento, um ativo intangível, fora de sua área de prestígio geográfica. Uma empresa tradicional, que seja relevante localmente, pode ser capaz de se financiar domesticamente sem uma nota de *rating*, através de investidores locais e que conhecem sua reputação. Como exemplo tem-se o mercado de *Eurobonds*¹⁷, empresas europeias que buscam financiamento tradicionalmente não necessitam de notas de *rating*, conseguindo empréstimos de investidores próximos. Mas para empresas que cresceram e ultrapassaram a esfera regional, os investidores locais não mais podem suprir as necessidades por crédito.

O acesso ao capital fora da zona de prestígio dessas empresas torna o *rating* de crédito uma necessidade. O *rating* atestado pelas agências serviria

¹⁷ Eurobonds são “títulos emitidos em euros, pagam cupons de juros anuais e apresentam um único fluxo de principal na data de vencimento. Por já serem emitidos em euros, não há atualização do valor nominal.” (TAVARES e TAVARES, 2009)

como um certificado, abrindo a possibilidade de captação em mercados geograficamente distantes, atraindo investidores de categorias diferentes. Resumidamente, os *ratings* servem como pré-requisitos para emissões internacionais, dado o alto grau de assimetria de informações envolvidas nessas transações. Outros dois motivos que levariam os emissores a buscarem os *ratings* de crédito, segundo Langohr e Langohr (2008), são a avaliação em grandes movimentos estratégicos e o fator prestígio.

A avaliação em grandes movimentos estratégicos, tem como objetivo, por parte da companhia, contratar a avaliação de crédito por uma ACRC para a realização de uma simulação dos impactos causados por um cenário hipotético. Isso pode trazer uma série de benefícios. No caso de os resultados apresentados do impacto sobre o *rating* não serem aprovados pelo conselho da companhia, este pode solicitar à direção modificações no projeto, adiamentos, alterações e até o cancelamento da transação em questão. No caso do cenário hipotético se concretizar, a ACRC teria uma compreensão mais ampla, rápida e melhor dos impactos causados pela transação, podendo divulgar ao mercado sua opinião de maneira mais eficiente.

O fator prestígio nada mais seria que a imagem passada pela instituição a seus credores e concorrentes, o *rating* aqui tendo uma característica de status. Este fator teria validade quando as empresas possuísem os *ratings* mais elevados, sendo companhias que possuem um maior grau de eficiência e, portanto, pertencem a uma classe diferenciada.

A maioria das companhias que utilizam *ratings* contratam mais de uma ACRC, uma segunda nota de *rating* é muito bem vista pelos investidores. Segundo Thompson e Vaz (1990), títulos emitidos com duas notas de *rating* iguais pagariam juros significativamente menores que os emitidos com *rating* de apenas uma agência. Uma questão que poderia surgir seria o motivo de os investidores prezarem por uma segunda nota de *rating* igual ou diferente da já divulgada anteriormente.

A razão estaria na independência entre as duas notas, a segunda não sendo uma cópia da primeira. Geralmente ambas utilizariam os mesmos dados, porém os resultados não seriam idênticos. Cada nota é calculada de forma

diferente pelos analistas das agências, o que pode gerar variações nas interpretações, sendo, portanto, justificável a solicitação de um segundo *rating*.¹⁸

Muitas vezes esses *ratings* são emitidos de forma dividida, isto é, não têm notas equivalentes. Esse fato refletiria a complexidade da análise da valoração da emissão de títulos de dívida. O que justificaria as companhias escolherem contratar mais de uma ACRC, assumindo os custos adicionais deste serviço além do financeiro, como a possível contradição entre as notas,

Outra possível razão para a solicitação de uma nota por outra agência pode ser a insatisfação com o primeiro *rating* atribuído. Caso o segundo *rating* seja maior que o primeiro, o emissor pode decidir em divulgá-lo, caso contrário, este permanece confidencial. Entretanto, é preciso ter claro que uma vez divulgado o *rating* de um emissor por uma agência, este não terá mais controle de forma alguma sobre sua divulgação e mudanças, isso é, uma vez a nota liberada ao mercado, a agência tem total independência para realizar novas análises, e alterações em suas opiniões, refletidas na divulgação de nova nota de *rating*, sem que haja a necessidade de autorização da entidade avaliada. O emissor possui a decisão da liberação apenas de seu primeiro *rating*.

É importante salientar que esses custos do processo de obtenção do *rating* podem ser atenuados. Os custos financeiros se tornam modestos e geralmente associados ao montante nominal das dívidas e têm melhor tratamento como parte do custo total do financiamento. A possibilidade de não divulgar o primeiro *rating* solicitado possibilita que medidas corretivas de ajuste possam ser tomadas previamente, evitando as consequências negativas de um segundo *rating* desfavorável.

As agências possuem códigos de conduta e termos de confidencialidade, eventuais informações privilegiadas ou que possam impactar na reputação da companhia analisada, tratados de maneira profissional, existindo uma relação de confiança e transparência entre as duas partes (S&P, 2014b).

Por fim, os *ratings* permitem constantes análises da companhia. Com base nestes relatórios é possível identificar possíveis problemas ainda no seu surgimento, que permitem ajustar as expectativas das ACRCs em relação à companhia ao longo do tempo.

¹⁸ Ver MANSO, G., Feedback Effects of Credit Ratings, Journal of Financial Economics vol. 109, pp. 535-549, 2013.

TABELA 3.1: PRÓS E CONTRAS DA OBTENÇÃO DE UM *RATING* DE CRÉDITO**Vantagens:**

- Diversificação de fontes de financiamento
 - Ampliação da possibilidade de acesso a fundos de investimento maiores
- Oportunidade de estender os prazos de vencimento
- Maior flexibilidade financeira e estratégica
 - *Timing* de mercado
 - Termos/Pactos
 - Amortização
- Redução do custo do empréstimo ajustado pela duração
- Aprimoramento da transparência, reconhecimento da notação do crédito no mercado internacional de capitais
- Melhora do poder de troca na relação com bancos, fornecedores e outros agentes não-financeiros

Aspectos a Serem Considerados e Fatores Atenuantes Relacionados

- Custos econômicos: inicial e taxas de supervisão
 - Modestos e geralmente associados ao montante nominal das dívidas; melhores tratados como incluídos no custo total do financiamento
- Tempo inicial de gerenciamento
 - Minimizado pelo envolvimento e eficácia das equipes de analistas das ACRCs
- Resultado desfavorável
 - De maneira geral, as Agências de *rating* dão a opção aos emissores de manter a primeira nota de *rating* confidencial durante o período que desejarem
- Compromisso de longo prazo com um novo agente externo
 - A ser tratado como parte do esforço global de relação com os investidores, com mínima interação adicional
- Avaliação constante no longo prazo

- Transparência e abertura do canal de consulta para a construção da confiança mútua; agências são confiáveis para fatores confidenciais
 - Possível repercussão negativa de *ratings* futuros
 - O gerenciamento das expectativas iniciais e de longo prazo da ACRC é fundamental.
-

Fonte: Morgan Stanley Credit Advisory Group (2006, *apud* Langohr e Langohr, 2008, p.98)

3.3 Demanda dos Investidores

Investidores de curto prazo e especuladores focam a mudança de um *rating*, apostam em um evento singular, que causaria uma variação acentuada em um curto período de tempo. Propositadamente, diversificam os riscos baseados em suas convicções. Os especuladores de títulos utilizam a chegada de novas informações. Antecipar-se corretamente é crítico para este tipo de propósito. Sua perspectiva é essencialmente de curto prazo, sendo assim, para estes participantes, o nível fundamental dos *ratings* de crédito não é tão importante, visto que diz relativamente pouco sobre um evento próximo em particular. Razão pela qual serão aqui focados os investidores de longo prazo.

3.3.1 Investidores de Longo Prazo

Uma pesquisa realizada pela Russell Reynolds Associates¹⁹, em 2005, mostrou que os investidores institucionais veem o risco de crédito como o mais importante fator de risco: 80% de fato afirmaram que risco de crédito seria de muito a extremamente importante, comparado com risco de gestores, 78%; risco de mercado, 75%; risco operacional, 67%; e risco geopolítico com 29%. Esses dados mostrariam que o risco de crédito seria o principal fator de risco para todos os investidores institucionais. O estendido prazo dos débitos e o rebaixamento e *default* seriam os mais importantes fatores de risco.

Para Langohr e Langohr (2008), a possibilidade de comparação proporcionada pelas notas de *rating* seria principalmente utilizada por

¹⁹ Russell Reynolds Associates, International survey of institutional investors: a world of risk, Business Evolves, Leadership Endures, series nº8, 2005, p.5.

investidores de longo prazo em renda fixa. Os *ratings* temporariamente ancorariam o risco de *default* de um emissor ou emissão a um benchmark²⁰. Isso possibilitaria a melhor compreensão por parte dos investidores do risco e incertezas a que estariam sujeitos ao investirem. Este fator seria particularmente importante para investidores estrangeiros e o crescente fluxo de capitais para os países emergentes observado a partir da década de 1990 seria um exemplo disso.

A figura 3.1 mostra que, em 1989, 19% do fluxo líquido de recursos de longo prazo para países em desenvolvimento passaram pelo mercado de capitais na forma de empréstimos bancários (1%), títulos de financiamento (6%), fluxo de *equity*²¹ (4%) e outros financiamentos (8%). Em 2010, a proporção do fluxo de capital subiu para 46,8%, comprovando que as oportunidades de investimento se tornaram mais globais, de forma geral, e diversificadas. Isso tornou mais difícil a tomada de decisão por parte dos investidores em definir não apenas quais companhias, mas também quais países, teriam melhores oportunidades de investimento em renda fixa.

Existem inúmeras vantagens em investir em países estrangeiros, entretanto os riscos associados são maiores em comparação às opções do mercado doméstico. Razão esta da importância dos *ratings* de crédito, auxiliando no fornecimento de informações sobre os riscos envolvidos em um mercado externo e na avaliação dos custos de oportunidade desse mercado. *Ratings* poupariam os investidores dos custos de realizarem por eles mesmos uma avaliação dos riscos compreendidos no prospecto do investimento, além do benchmark de probabilidade de *default* proporcionado pelo *rating* de uma ACRC.

²⁰ Benchmark é uma referência de mercado para que o investidor possa acompanhar o desempenho do seu investimento. Funciona como uma régua, a partir da qual se avalia se o resultado da aplicação está conforme o esperado (DINHEIRAMA, 2013).

É um índice ou indicador de desempenho que serve como parâmetro de comparação para os fundos e outros investimentos. Em geral, o objetivo dos investimentos é superar o seu benchmark. Como exemplo, um fundo de renda fixa que possua o CDI como o seu benchmark, buscará ter sua rentabilidade igual ou superior a essa referência (MELHORES FUNDOS).

²¹ Um investimento em *equity* geralmente se refere à compra de ações no mercado de capitais por indivíduos e firmas antecipadamente ao pagamento de dividendos e ganhos de capital, como o aumento do valor das ações. Uma alternativa, que é normalmente utilizada por grandes investidores privados e fundos de pensões, é a aquisição de ações diretamente no ambiente institucional das companhias (YUKI, 2000).

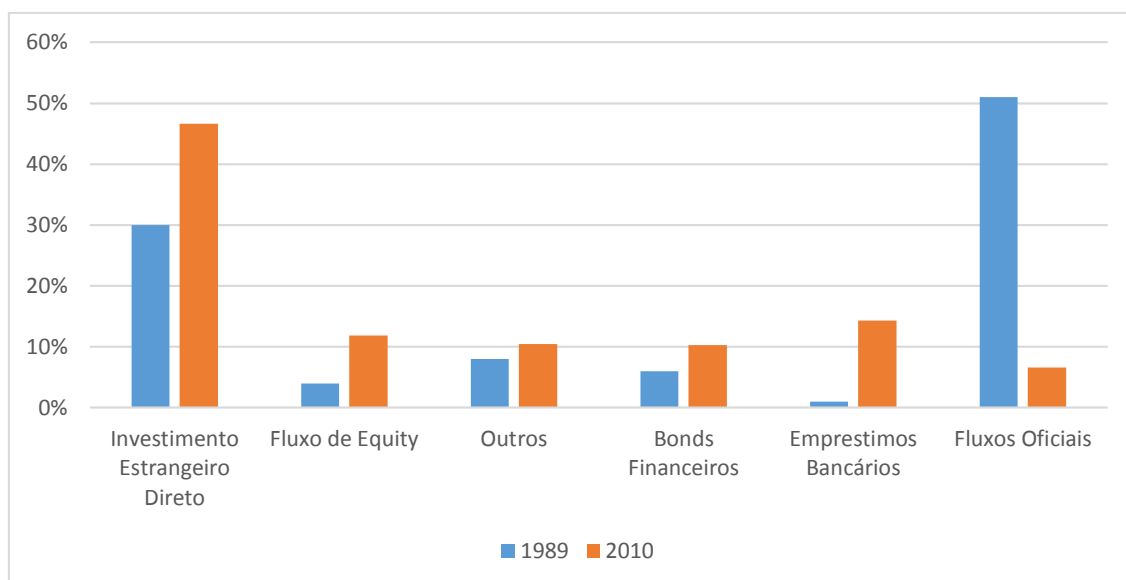


FIGURA 3.1— FLUXO LÍQUIDO DE LONGO PRAZO PARA OS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO: 1989 VERSUS 2010

Total 1989: US\$84,50 Bilhões; 2010: US\$1.085,6 Bilhões

Fonte: The World Bank (1994, p. 4, *apud* Langohr e Langohr, 2008, p. 100); The World Bank (2012, p. 3)

A possibilidade de comparar dois ou mais investimentos seria um fator essencial em um meio com tamanha diversificação de possibilidades, preenchendo a lacuna para os investidores que necessitam comparar globalmente a relativa estabilidade de diferentes títulos e rendimentos de renda fixa.

Langohr e Langohr (2008) consideram mais uma função do *rating* para os investidores de renda fixa, o auxílio na identificação das partes lidadas. Poderiam ser opções de investimentos e poderiam ainda auxiliar a determinar as contrapartidas aceitáveis e as medidas necessárias em relação à exposição do crédito referente a regulações e determinações contratuais impostas por vários grupos de instituições participantes do mercado, como bancos comerciais e companhias seguradoras.

3.3.2 Contratos Particulares

Os *ratings* podem ser utilizados pelos investidores como um dispositivo em uma cláusula contratual de empréstimo e em convênios, como uma condição ou pré-requisito ao emissor. Caso o *status quo* mude, isso é, a condição estabelecida pelo contrato se altere, o contrato pode ser encerrado ou

compensações podem ser exigidas. Esse dispositivo seria utilizado como uma forma de proteção ao investidor, encerrando ou limitando a disponibilidade de crédito ou ainda acelerando obrigações de crédito, caso a nota de *rating* caia abaixo de um certo nível (CESR, 2005).

Credores podem exigir esses dispositivos baseados no *rating* como proteção contra a deterioração do crédito, problemas de assimetria de informação, e perdas esperadas, em especial quando os credores enfrentam um cenário de falência ou *default*. Segundo Gonzalez (2004), os direitos do credor poderiam variar de uma alteração no valor nominal dos títulos até sua recompra pelo emissor.

Do lado do emissor, este fator é geralmente aceito, para Langohr e Langohr (2008), em razão da redução no custo do crédito que essa cláusula proporcionaria. Sem ela, os emprestadores, em virtude do receio de um *default*, exigiriam um *spread* inicial maior nos contratos de crédito, e os emissores teriam um estrangulamento do mercado de crédito.

O grau de variação desses dispositivos de *rating* pode ser de severo até brando. Na ponta extrema do espectro de risco, existem cláusulas que causam a perda da viabilidade das linhas de crédito, levando a eventuais *defaults*. O impacto sobre a liquidez desses dispositivos pode ser severo, uma vez que causa a redução do fluxo de crédito no exato momento em que se está menos hábil para lidar com tal problema. Segundo Gonzalez (2004), menos nocivas seriam as cláusulas colaterais, não causando uma mudança na condição inicial do financiamento, mas requerendo do emissor uma compensação adicional.

Segundo exemplo do caso Enron²² dado por Coppola (2002), as cláusulas de *rating* deram às contrapartes o direito de exigir compensações financeiras, que levaram ao aumento das dificuldades da companhia em se refinarciar, mostrando que essas cláusulas podem ter um efeito de potencializar o risco de *default*.

²² A Enron, gigante americana do setor de energia, pediu concordata em dezembro de 2001, após ter sido alvo de uma série denúncias de fraudes contábeis e fiscais. Com uma dívida de US\$ 13 bilhões (FOLHA, 2013).

3.3.3 Outros Usuários

Langohr e Langohr (2008) ainda definem a utilização de *ratings* de crédito, pelo lado da oferta de financiamento, pelos Usuários Colaterais, Investidores de *Equity*, Bancos de Investimento e Conselhos Diretores.

Os usuários colaterais, isso é, os pertencentes a um mesmo segmento, seriam emprestadores que impõem um padrão mínimo de *rating* aos ativos para que estes sejam aceitos como investimento, podendo ser o resultado voluntário das definições da política de investimento ou o possível resultado de regulações destes usuários de *rating*. Por exemplo, bancos centrais não aceitam ativos abaixo do grau de investimento para empréstimos a bancos comerciais, a fim de evitar riscos sistêmicos, visto que são garantidores do crédito.

Os investidores de *equity* analisariam o uso de *rating* de crédito como um indicador corporativo das características do risco. Apesar de os *ratings* de crédito não serem conselhos de investimento, funcionariam como um dos indicadores de valoração do ativo.

Os bancos de investimento utilizariam os *ratings* no auxílio da precificação e alocação no momento inicial da oferta de novos financiamentos, comparando o histórico das notas de risco de crédito de diferentes ativos em um determinado período de tempo, tendo uma visão relativa da qualidade desses ativos. Investidores demandarão, quase sempre, retornos maiores de ativos que carregam riscos maiores e por isso *ratings* mais baixos. *Ratings* dão, assim, uma importante base de informações aos bancos de investimento.

Por fim os Conselhos Diretores, utilizariam os *ratings* da empresa para o monitoramento da gestão, aconselhando no desenvolvimento de estratégias e no equilíbrio entre ativos e passivos. No caso da escolha de um *benchmark* para a firma, indicariam as medidas de gestão que deveriam ser tomadas para a obtenção desse *rating*. A qualidade do crédito de uma firma estaria correlacionada, em muitos aspectos, com a preocupação do Conselho, e algumas firmas encontraram no *rating* de crédito uma importante ferramenta de gestão no auxílio dessa função.

CAPÍTULO IV – CRÍTICAS À INDÚSTRIA DE *RATINGS*

Nos capítulos anteriores apresentamos argumentos que demonstram a importância da indústria de *ratings* como relevante agente do mercado financeiro. O argumento central foi: as ACRCs ajudam outros agentes, consumidores, companhias, e governos na tomada de decisões. Porém, segundo Sinclair (2005), as ACRCs não seriam, como muitas vezes se acredita, instituições plenamente “neutras”, isto é, totalmente independentes.

As agências não seriam objetivas, no sentido científico da palavra. Vimos que o processo de *rating* incorporaria as informações reunidas e os elementos julgados relevantes, ambos historicamente e socialmente condicionados. O resultado seria uma falsa objetividade, em que o *rating* seria intrinsecamente subjetivo por considerar alguns fatores enquanto exclui outros. Ainda assim, afirma Sinclair (2005), esses julgamentos ajudariam a formação das decisões dos investidores e afetariam os mercados.

Outro argumento da não independência das agências de *rating* seria o fato de suas opiniões em relação à qualidade do crédito afetarem o efeito distributivo da sociedade, através da formação da política de investimento de corporações e governos. A visão das agências poderia ser um fator potencializador, favorecendo ou prejudicando interesses, cada vez mais globalizados. Existiriam três grandes críticas às ACRCs: problemas na organização dos *ratings*, no desempenho das avaliações e na atuação dos *ratings* em relação às crises econômicas (SINCLAIR, 2005).

4.1 Organização dos *ratings*

O problema na organização dos *ratings* consiste na forma como os agentes do mercado veem a configuração da estrutura das agências e como são realizados seus negócios. O elemento central desta crítica consiste no conflito de interesses entre os pagamentos por *ratings* e questões relativas a uma divulgação não solicitada.

Existiria um problema em razão das taxas cobradas dos emissores pelo *rating*, uma vez que não seriam eles os principais interessados na informação.

Sinclair (2005) afirma que o trabalho das ACRCs considera os investidores como principais demandantes, portanto, a cobrança dos emissores pelos *ratings* abre a possibilidade de as agências terem seus julgamentos influenciados, comprometendo o objetivo dos *ratings* de serem idôneos.

A principal dificuldade em se cobrar dos investidores o custo da emissão de uma nota de *rating* seria o fato de essa informação ser um bem público. Uma vez divulgada a nota, todos têm acesso, investidores, bancos, governos e outros agentes dentro e fora do mercado financeiro. Isso constitui um dilema para as agências: investidores não pagariam por serem “caronas”, e cobrar dos emissores pode comprometer a reputação da agência com eventuais conflitos de interesse.

Segundo Smith e Walter (2001), as principais agências solucionaram esse dilema através de procedimentos operacionais internos e análise da política de remuneração, evitando ligações entre os salários dos analistas e as taxas pagas pela emissão da nota de *rating*. A melhor prova da eficácia dessas medidas é a ausência de reais escândalos ligados a conflitos de interesse, apesar de comentários existentes nos principais veículos de imprensa financeira²³.

Existe outro conflito observado, segundo Sinclair (2005). As agências S&P e Moody's possuem produtos e serviços de consultoria de risco. A S&P lançou, em 2001, o serviço de consultoria e modelos de análise quantitativa de risco de crédito, valendo-se da promoção dos *ratings* de risco interno dos bancos pelo Acordo de Basileia II²⁴. O problema de conflito ocorreria se bancos, que são classificados pela S&P, se sentirem obrigados a contratar esses serviços.

²³ Exemplos: THE ECONOMIST. **A fine too far**: The Justice Department's treatment of Standard & Poor's raises some serious questions, 04 fevereiro 2015. Disponível em: <<http://www.economist.com/news/business-and-finance/21642130-justice-departments-treatment-sp-raises-some-serious-questions-fine-too-far>>. Acesso em: 23 de junho de 2015; FINANCIAL TIMES. **Moody's in new conflict of interest claim**, 30 julho 2014. Disponível em: <<http://on.ft.com/1rPIC0z>>. Acesso em: 23 de junho de 2015; NEW YORK TIMES, THE. **The Stone Unturned: Credit Ratings**, 22 março 2014. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2014/03/23/business/the-stone-untuned-credit-ratings.html>>. Acesso em: 23 de junho de 2015.

²⁴ Em 1975, foi estabelecido o Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (*Basel Committee on Banking Supervision* – BCBS), ligado ao *Bank for International Settlements* (BIS). Em 1988, o BCBS divulgou o primeiro Acordo de Capital da Basileia, com o objetivo de criar exigências mínimas de capital para instituições financeiras como forma de fazer face ao risco de crédito. Em 2004, o BCBS divulgou revisão do Acordo de Capital da Basileia, conhecida como Basileia II, com o objetivo de buscar uma medida mais precisa dos riscos incorridos pelos bancos internacionalmente ativos. O novo acordo é direcionado aos grandes bancos tendo como base, além dos Princípios Essenciais para uma Supervisão Bancária Eficaz (Princípios da Basileia), três pilares mutuamente complementares: a) requerimentos de capital; b) revisão pela supervisão do processo de avaliação da adequação de capital dos bancos; e c) disciplina de

Caso semelhante ocorreu com a Moody's, em 2000, quando lançou o serviço de assessoramento de *rating*. O serviço consiste em relatar ao emissor, de forma confidencial, quais os impactos sobre seu *rating* caso alguma ação específica seja tomada, como uma fusão, aquisição, ou recompra de ações ordinárias. O problema aqui ocorre quando a nota de *rating* para esta empresa é revisada de forma divergente por outra agência.

Outro tipo de conflito ocorre quando uma agência decide emitir uma nota de *rating* para um ativo quando não foi solicitada ou contratada para fazê-lo. Um caso reportado pela revista *The Economist*²⁵, em 1996, o banco Lehman Brothers, como subscritor, contratou as agências S&P e Fitch para emitirem seus *ratings* sobre uma emissão de um título que visava à capitalização de uma corporação irlandesa chamada *GPA Group*. A agência Moody's decidiu também emitir seu *rating* deste papel, persuadindo o banco a também contratá-la.

De acordo com Gasparino (1996), o banco temendo a elevação dos custos do empréstimo, em virtude de uma possível nota de *rating* baixa por parte da Moody's, em razão da falta de informações disponíveis, contratou a agência. O caso foi analisado pelo Departamento de Justiça dos Estados Unidos com base na lei antitruste²⁶, mas foi arquivado, em 1998, sem que nenhuma ação fosse tomada (GASPARINO, 1999).

4.2 O desempenho das Agências de *Rating*

A crítica referente ao desempenho das agências é baseada na pouca inovação nos processos e práticas de análise de crédito, e a forma como isso afetaria a capacidade e a qualidade dos serviços oferecidos. A aplicação dos mesmos processos, como lições do passado reaplicadas ao presente, mesmo com tecnologias e estratégias evoluídas substancialmente nos últimos anos, tornariam a análise lenta e limitada.

mercado (BANCO CENTRAL DO BRASIL, **O Acordo da Basileia**, disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?BASILEIA>>. Acesso em: 13 de junho de 2015).

²⁵ Disponível em: <<http://www.highbeam.com/doc/1G1-18163375.html>>, acesso em 10 de junho de 2015.

²⁶ Pode-se citar como exemplo de conduta antitruste a adoção uniforme de preços, produção, comercialização e frequência de bens e serviços; divisão de mercados; limitação do acesso de novas empresas ao mercado; criação de dificuldade ao desenvolvimento de concorrente; combinação de preços; política comercial discriminatória, recusa de venda, dentre outras (CARVALHO, 2013, p.76).

Três pontos são fundamentais nesta discussão: as agências são relevantes, sendo assim, possíveis falhas nas análises não podem ser ignoradas ou minimizadas; a não possibilidade de substituição dos ratings torna imprescindível o aperfeiçoamento dos processos; e as agências lidam com informações confidenciais, muitas vezes ocultas inclusive a elas, sendo necessária a idoneidade na relação com os emissores (SINCLAIR, 2005).

A morosidade do processo coloca em foco a preocupação dos participantes do mercado em relação a qual *rating* estão baseando suas decisões, pois em um mercado extremamente dinâmico, o valor de mercado de uma companhia pode variar bilhões em um curto intervalo de tempo²⁷. Portanto, a dúvida se seria o *rating* atual de fato um reflexo da situação contemporânea da companhia é válida. O argumento de defesa das ACRCs é a análise de longo prazo, o objetivo seria a oferta de *ratings* não apenas para o hoje, mas para o ciclo normal de negócios das companhias (MOODY'S, 2000).

Cada vez mais, eventos de risco, como fusões e aquisições, se tornam ingredientes vitais na análise do crédito, e espera-se das ACRCs que esses fatores sejam vistos como tais. No começo dos anos 2000, as agências começaram a discutir os impactos do humor do mercado sobre os títulos, como os níveis de confiança ou pessimismo afetariam no curto e longo prazos. Começou-se, também, a explorar como análises quantitativas poderiam ajudar na compreensão desses fatores no risco de crédito (ECONOMIST²⁸, 2002).

Há ainda um outro problema em relação ao desempenho, talvez o mais fácil de ser observado e já discutido: a diferença entre os *ratings* atribuídos a um mesmo título ou emissor por diferentes agências. Essas diferenças entre as notas colocariam em dúvida a qualidade do processo e da análise realizada por toda a indústria de *ratings* (SINCLAIR, 2005).

²⁷ A título de exemplo tem-se a companhia Petrobras, a companhia perdeu, em valor de mercado, aproximadamente R\$150 bilhões entre outubro de 2014 e janeiro de 2015 (ESTADO DE S.PAULO. **Petrobras perde R\$ 150 bi em valor de mercado em quatro meses**, 1 fevereiro 2015. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,em-4-meses-estatal-perdeu-r-150-bi-em-valor-de-mercado-imp-,1627797>>. Acesso em: 11 de junho de 2015).

²⁸ THE ECONOMIST. **Quant Argue with That**, 16 fevereiro 2002. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/988750>>. Acesso em 11 de junho de 2015.

4.3 Crises

O maior desafio ao poder e à autoridade das agências, segundo Sinclair (2005), ocorre quando elas fracassam em prever uma repentina deterioração financeira. O mínimo esperado pelos agentes, em relação às ACRCs, é um aviso da possível ocorrência de problemas que talvez não sejam óbvios, ou de consenso no mercado. Muitas vezes elas acertam, como no caso da Argentina, em 2001, cujas finanças estavam se deteriorando e assim foram previamente sinalizadas pelas agências de *rating* (SAXTON, 2003).

Infelizmente, as agências também falham, quando ocorre um erro de julgamento, um *rating* fracassa em prever uma falência, por exemplo, tem-se uma crise de *rating*. Essas crises, na realidade, não são novidade. Daughen e Binzen (1999) afirmam que a primeira grande crise de *ratings* dos tempos modernos ocorreu com a falência da Penn Central Railroad, em junho de 1970, um default de US\$82 milhões, surpreendendo as agências e expondo a necessidade de melhores práticas.

Outro exemplo de crise de *rating* foi causada pelo Franklin National Bank, em 1974, o banco criador do cartão de crédito, em 1951, as agências não incorporaram à suas análises que o banco emprestava a empresas com baixas classificações de crédito e que encontraram dificuldades para obter crédito dos principais bancos de Nova York. Apesar da menor qualidade desses empréstimos, Franklin cobrava taxas equivalentes à de clientes de primeira linha, e exigiam garantias menores comparadas a outros grandes bancos (SPERO, 1980). Dois episódios mais recentes podem exemplificar essa falha: a crise financeira asiática, em 1997-1998, e a crise do *subprime*, em 2007 – 2008.

4.3.1 Crise Asiática (1997 – 1998)

Segundo King (2001), a crise asiática pode ser dividida em dois estágios. O primeiro, começando em julho de 1997, com o pânico inicial na Tailândia, perdurando até o final de setembro, afetando também a Malásia, as Filipinas e Singapura. O segundo estágio começou no final de outubro de 1997, atingindo

a Indonésia, Hong Kong, Taiwan, Japão e Coreia do Sul ao final de dezembro. Essa segunda etapa teve impactos globais, causando a queda de bolsas de valores nos EUA e Europa, infectando mercados emergentes, como a Rússia e o Brasil.

A fuga de capital ocorrida na Tailândia foi desencadeada pelo governo tailandês, que privatizou uma companhia estatal para recuperar uma companhia financeira em dificuldades. Uma vez clara a extensão das dificuldades dessa companhia financeira, ela foi autorizada a decretar falência, causando uma desvalorização da moeda tailandesa, levando os investidores institucionais a reverem seus investimentos na região.

Segundo Irving (1998), o título soberano tailandês de 7,75% para 2007, emitido em 1997, possuía um *rating* A, pela S&P, e A2, pela Moody's, em maio de 1997. Os fundos mais conservadores permitem o investimento em títulos iguais ou superiores a A- pela S&P e Fitch, ou A3 pela Moody's. Quando o *rating* soberano foi revisado, esses fundos foram forçados a vender os títulos, o *spread* sobre o título passou de 89 pontos-base sobre o *Treasury Bond (T-Bond)*²⁹, em 30 de maio, para um pico de 530 pontos-base, em 28 de outubro. Isso ocorreu quatro dias após a S&P rebaixar a nota soberana tailandesa de A para BBB+, e menos de um mês após o rebaixamento desse título pela Moody's de A2 para Baa1.

O rebaixamento de ambas as notas obrigou os gestores dos fundos a venderem seus títulos, mesmo com o mercado desfavorável. O preço de venda dos títulos era dado pelo *spread* sobre o *T-Bond* corrente, e não pelo preço que foram comprados, a diferença entre os 89 pontos-base e os 530, 441 pontos-base, é a perda que os vendedores sofreram neste negócio.

Segundo Liu (1997), essa perda não foi advertida pelas agências a tempo, em agosto de 1997, um mês após a flutuação do *baht*, a moeda tailandesa, os títulos já eram negociados com 120 pontos-base sobre o *T-Bond*, equivalentes a um *rating* BBB na escala da S&P. A S&P demorou dois meses após a flutuação do *baht* para rebaixarem o título soberano a esse patamar.

Rebaixamentos foram realizados apenas em dezembro de 1997 para a Indonésia. A Coreia foi rebaixada em outubro / novembro de 1997. A Moody's rebaixou a nota da Tailândia no início de abril, quando a crise já era iminente,

²⁹ *Treasury bond* é o título do Tesouro dos Estados Unidos.

mas a S&P demorou ainda mais, não rebaixando a Tailândia até 03 de setembro de 1997, no início da crise. Exceto para a Malásia, todos os países foram rebaixados de grau de investimento para grau especulativo. De fato, entre 1997 e 1998, referindo-se apenas a Moody's, a Malásia foi rebaixada em quatro degraus, de A1 para Baa3. Os maiores rebaixamentos, seis degraus, foram da Indonésia e da Coreia: respectivamente de Baa3 para Caa3 e de A1 para Ba1. Rebaixamentos desta magnitude são extremamente incomuns, e foram realizados já no final da crise (FERRI *et al*, 1999).

Dadas essas grandes perdas, a revisão dos *ratings* da Tailândia, Coreia do Sul e Malásia foram, de acordo com investidores, um sintoma da inadequação da análise de crédito e as revisões necessárias não teriam sido tão severas se a análise tivesse sido bem executada. A percepção do mercado, em relação às agências, constituiu em que os *ratings* foram rebaixados demais. Em outras palavras, os *ratings* pré-crise estariam muito elevados (LIU, 1998).

TABELA 4.1: HISTÓRICO DOS *RATINGS* SOBERANOS PRÉ-CRISE E INÍCIO DA CRISE ASIÁTICA

| | 15 de Janeiro de 1996 | | 02 de Dezembro de 1996 | | 24 de Junho de 1997 | | 12 de Dezembro de 1997 | |
|----------------------|-----------------------|-------------|------------------------|-------------|---------------------|-------------|------------------------|-------------|
| | <i>Rating</i> | Perspectiva | <i>Rating</i> | Perspectiva | <i>Rating</i> | Perspectiva | <i>Rating</i> | Perspectiva |
| Indonésia | | | | | | | | |
| Moody's | Baa3 | | Baa3 | | Baa3 | | Baa3 | |
| Standard & Poor's | BBB | Estável | BBB | Estável | BBB | Estável | BBB- | |
| Malásia | | | | | | | | |
| Moody's | A1 | | A1 | | A1 | | A1 | |
| Standard & Poor's | A+ | Estável | A+ | Estável | A+ | Positiva | A+ | |
| Filipinas | | | | | | | | |
| Moody's | Ba2 | | Ba2 | | Ba1 | | Ba1 | |
| Standard & Poor's | BB | Positiva | A+ | Positiva | BB+ | Positiva | BB+ | |
| Coreia do Sul | | | | | | | | |
| Moody's | A1 | | A1 | Estável | A1 | | Baa2 | Negativa |
| Standard & Poor's | AA- | Estável | AA- | Estável | AA- | Negativa | BB- | Negativa |
| Tailândia | | | | | | | | |
| Moody's | A2 | | A2 | | A2 | | Baa1 | Negativa |
| Standard & Poor's | A | Estável | A | Estável | BBB+ | Estável | BBB | |

Fonte: Radelet e Sachs (2000, Table 4.5, p.120) e IMF(1999, Figure A5.6, p.127)

4.3.2 Crise do *Subprime* (2007 - 2008)

Segundo Carvalho (2010), a crise iniciada nos Estados Unidos teve origem no sistema financeiro do país, que historicamente oferece crédito de longo prazo mesmo para tomadores com alta probabilidade de inadimplência. Os bancos formavam fundos e vendiam títulos, lastreados em operações de crédito, sendo as hipotecas um considerável número dessas operações. Não só assumiam os riscos do crédito que concediam, mas também o espalhavam para outros bancos, seguradoras e corretoras. Estes compravam os títulos e investiam em fundos "alavancados" por estas operações de crédito, que ofereciam alta rentabilidade, mas também, um risco ainda maior. O papel das ACRC's foi falho na sinalização desses títulos.

Para se ter compreensão da influência das agências de *ratings* sobre a crise do *subprime*, é necessário conhecer algumas características desses títulos hipotecários. Segundo Ashcroft e Shuermann (2008), uma hipoteca *subprime* é uma hipoteca dada a um indivíduo que normalmente não se qualificaria para um empréstimo. Este tipo de modalidade tem sido praticada por décadas, historicamente o financiador assume todo o risco do *default* do empréstimo, portanto, os bancos sempre foram extremamente cuidadosos em selecionar a quem emprestariam. Entretanto, uma série de fatores alterou essa política.

Um desses fatores foi o mercado imobiliário, que mostrava contínuo crescimento no longo prazo. Os financiadores esperavam baixa taxa de execução da hipoteca e aumentos dos valores dos imóveis, enquanto aproveitavam retornos relativamente consistentes dos seus investimentos *subprime*. O que levou ao grande aumento do mercado de empréstimos *subprime* foi um novo produto financeiro, um derivativo³⁰, que permitiu que esses empréstimos fossem trocados como títulos.

A demanda por títulos lastreados nas hipotecas *subprime* subiu, à medida que os retornos continuavam, visto que eram favoráveis aos investidores, aos emprestadores, e aos próprios tomadores de empréstimo. O risco de *default* se

³⁰ Um derivativo é a emissão de um título no qual o investidor acredita que seu valor futuro será maior que o valor atual, e permite que seu detentor lucre sobre ativos que ele, de fato, não possui (SELIG, 2010).

tornou cada vez mais compartilhado, os emprestadores não detinham mais o total das perdas de um eventual *default*.

Segundo Micheletti (2008), as carteiras de crédito imobiliário foram empacotadas e securitizadas, como *mortgage-backed securities* ou *residencial mortgage-backed securities* (RMBS), cujos títulos eram garantidos por hipotecas *subprime*. As hipotecas eram originadas, reempacotadas e revendidas de diferentes formas, por meio dos produtos estruturados, como o CDO, *collateralised debt obligation*. O CDO apresentava um conjunto de hipotecas envolvendo recebíveis de diferentes tipos: recebíveis de cartão de crédito, de empréstimos para a compra de automóveis e empréstimos estudantis. O CDO é comercializado em diversas *tranches*³¹ de riscos, em que as mais arriscadas têm um rendimento mais elevado que as demais. Desta forma, é possível criar valores mobiliários com características de risco de crédito bastante diferentes da carteira original.

Esses papéis foram estruturados pelos bancos comerciais e de investimento em *tranches* de classes diferentes. Essas *tranches* apresentavam distintos graus de riscos classificados pelas agências de *rating*. As *tranches* de menor risco, chamadas de *Sênior*, recebiam das agências de *rating* classificações entre A e AAA. As cotas de risco médio, *Mezzanine*, eram classificadas entre B e BBB e as cotas de maior risco, *Equities*, eram as que assumiam as primeiras perdas com atrasos e inadimplências.

Os detentores de cada *tranche* recebiam remuneração diferenciada em função dos riscos. As *tranches Mezzanine* e *Equities* eram submetidas a uma nova transformação financeira, por meio do uso de derivativos, que melhoravam a classificação de risco desses créditos. As *tranches* de risco médio eram transferidas a um fundo CDO, junto com outros ativos, com o objetivo de diluir o risco e diversificar a carteira.

³¹ *Tranche* refere-se a um pedaço, porção, ou uma fatia de um acordo. A porção é um dos vários títulos relacionados que são oferecidos simultaneamente, mas com cada um tendo diferentes riscos, recompensas e ou vencimentos. Este é um termo frequentemente usado para descrever uma classe específica de títulos dentro de uma oferta na qual cada *tranche* oferece vários graus de risco para o investidor. Por exemplo, uma obrigação hipotecária garantida que têm prazos de vencimento de 1 ano, 2 anos, 5 anos e 20 anos. *Tranches* também pode se referir a segmentos que são oferecidos no mercado interno e internacional (The Free Dictionary. **Tranches**. Disponível em: <<http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Tranches>>. Acesso em: 27 de junho de 2015).

O CDO emitido com base nesses ativos dava origem a novas séries de títulos com características de risco e retorno escalonadas. Eram formadas novas cotas - Senior, Mezzanine e Equities - que recebiam notas emitidas pelas agências de *rating*. Nessa última tranche estavam situados resíduos altamente arriscados, títulos chamados *toxic waste*, “lixo tóxico”, difíceis de serem repassados para outros investidores. É possível notar a formação de uma pirâmide, ocorrendo sucessivas subdivisões dos ativos e rearranjos, mas todos ainda lastreados em hipotecas *subprime*.

Os retornos dos investimentos começaram, em 2006, a minguar. A bolha imobiliária iniciava o processo de estouro com a redução nos preços de imóveis e com o aumento das taxas de juros imobiliários. A fuga dos investidores do mercado de *subprime* levou a revenda dos títulos comprados aos bancos emissores, causando o aumento dos níveis de débitos e a redução do capital.

Em 2007 ocorreram as falências de importantes financiadores hipotecários, como o *American Home Mortgage*, o *Bear Stearns* e o *New Century Financial*³². O ponto crucial da crise ocorreu, em setembro de 2008, com a compra do banco *Merrill Lynch* pelo *Bank of America*, a quebra do banco *Lehman Brothers*, e a solicitação de ajuda federal da resseguradora *AIG*. O sistema financeiro globalmente sentiu os efeitos da crise do *subprime* (BBC, 2008).

Segundo Simeone (2011), os erros mais prejudiciais, que antecederam a crise financeira, feitos pelas ACRCs estavam relacionados aos títulos RMBSs e aos CDOs lastreados em RMBS, 95% dos eventuais rebaixamentos de 2007-2008 foram relacionados com estes dois produtos. De 2006 a 2007, Moody e S&P classificaram mais de 10.000 RMBSs e CDOs, e deram regularmente a estes instrumentos ratings AAA.

Os investidores, que não tinham acesso a informações sobre as hipotecas subjacentes, confiaram nestas classificações. Ironicamente, esses investidores preferiam esses títulos lastreados em hipotecas, uma vez que pagavam retornos maiores e ainda assim possuíam classificação AAA. No início de 2007, RMBSs e CDOs começaram a incorrer em enormes perdas, levando à rebaixamentos em massa desses títulos para a classe de especulativos (SIMEONE, 2011).

³² BBC, **Timeline:** Sub-prime losses, 19 maio 2008. Disponível em: <<http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/7096845.stm>>. Acesso em: 27 de junho de 2015.

O papel das ACRCs no castelo de cartas construído pelos *subprimes* consistia justamente na classificação dos títulos emitidos pelos bancos financiadores das hipotecas, através dos RMBSs, e bancos de investimento que emitiam os CDOs. Foi necessária a criação de um novo modelo de análise de crédito para encaixar esses títulos, visto que não tinham, por definição, grau de investimento, sendo acusados após as falências de terem rebaixado o padrão por conflitos de interesse³³, uma vez que era lucrativo a eles. O esquema pode ser visualizado na Figura 4.1 (SELIG, 2010).

De acordo com o relatório apresentado pela *Financial Crisis Inquiry Commission* (2011, p.25), Comissão de Inquérito da Crise financeira, em janeiro de 2011, as falhas das agências de classificação de crédito “foram engrenagens essenciais na roda da destruição financeira”, as três agências de classificação de crédito sendo elementos fundamentais do colapso financeiro, e os títulos relacionados com hipotecas que estavam no centro da crise não poderiam ter sido comercializados e vendidos sem o selo de aprovação dessas agências.

O *rating* favorável aos títulos *subprime* concedia credibilidade, passando uma falsa segurança a estes investimentos. Enquanto fossem lucrativos, os *ratings* se sustentariam. No momento em que não houve mais suporte para tal, as agências iniciaram os processos de revisão e rebaixamento das notas, tornando ainda mais severa a situação, por exemplo, da AIG (SELIG, 2010).

³³ UNITED STATES SENATE. **Wall Street and the Financial Crisis: The Role of Credit Rating Agencies**, 23 abril 2010, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. Disponível em: <<http://www.hsgac.senate.gov/subcommittees/investigations/hearings/wall-street-and-the-financial-crisis-the-role-of-credit-rating-agencies>>. Acesso em: 22 de junho de 2015.



FIGURA 4.1– CADEIA DE OFERTA DE TÍTULOS SUBPRIME.

Fonte: Adaptado do documentário *Trabalho Interno*. Dir. Chris Ferguson. Sony Pictures Classics, 2010.

Segundo Carvalho (2010), em virtude do desempenho questionável na prevenção dos riscos que originaram a crise financeira de 2008, as agências de *rating* foram alvo de ataques tanto nos Estados Unidos, quanto na União Europeia. As falhas demonstraram como a busca por melhores processos de avaliação e controle tornariam o mercado financeiro mais seguro, evidenciando a importância de reformas na regulamentação da indústria de *rating*.

CONCLUSÃO

O mercado financeiro nunca esteve tão globalizado, os fluxos de capital encontram cada vez menos barreiras à sua circulação. Entretanto, as dificuldades impostas pela assimetria de informação continuam presentes na análise de risco. A incerteza gerada por essa variável nunca deixou de ser um fator de preocupação, mas desde o começo dos anos 1900, os agentes encontraram nas agências de *rating* de crédito um importante parceiro na probabilização dos riscos de *default*, sem dúvida, evitando significativamente os prejuízos.

As agências representam uma autoridade no mercado financeiro, a utilização generalizada dos *ratings* pelos agentes econômicos trouxe consigo a maior responsabilidade dessas agências junto ao sistema financeiro internacional. Os emissores passaram a depender dessas classificações para possibilitar suas capitalizações via mercado de capitais. Do outro lado, os investidores consideram as análises dessas agências como uma das principais fontes de informação para definir suas expectativas e precificações de ativos.

O trabalho realizado, principalmente se tratando das três principais agências, não é perfeito. Os processos possuem falhas e imperfeições, como foi apresentado, medidas que ampliem a transparência dos processos e metodologias das análises realizadas, bem como regulações ao setor são de extrema necessidade para que se possa continuar a confiar nos *ratings* como instrumento de decisão.

Os anos que prosseguiram a crise não foram bons às agências de classificação. O colapso nos mercados de títulos, em 2008, reduziu as receitas do setor em um terço. Foram acusadas de amplificar a crise, dando indevidamente altas classificações para títulos lastreados em hipotecas que mais tarde viraram pó. O Departamento de Justiça dos EUA processou a Standard & Poors por US\$5 bilhões, alegando que ela emitiu conscientemente classificações generosas demais, o caso foi acordado, uma multa de US\$1,375 bilhões (MORRIS, 2015).

No entanto, segundo a *The Economist* (2014)³⁴, apesar destes problemas enfrentados pelas "três grandes" agências, Moodys, S&P e Fitch, o setor voltou a crescer. As receitas superaram os níveis pré-crise em 2013. Os lucros da Moody chegaram a um nível recorde; a S&P com resultado similar. A Moody e a S&P estão atualmente mais atraentes financeiramente do que a maioria das outras empresas do setor financeiro.

Os lucros das agências provem, em parte, do aumento da atividade nos mercados de títulos nos últimos anos, a emissão recorde aumentou a demanda por avaliações. O fato de que os emissores ainda pagarem pelas classificações, ao invés de os investidores, também ajudou a manter essa demanda. Outro fator é a regulação americana, que tornam praticamente impossível vender títulos sem classificação.

A crise de 2008 trouxe novas regulações ao setor de ratings, a União Europeia fixou um novo órgão, o *European Securities and Markets Authority*, em parte para manter uma supervisão mais próxima na conduta das agências de rating. Nos EUA, a Lei Dodd-Frank³⁵, de 2010, instituiu uma série de reformas financeiras, impondo ao *Federal Reserve* (FED) e a *Securities Exchange Commission* (SEC), principais reguladores de Wall Street, o aperto na regulação das agências e a redução das menções a classificações de rating em suas regras para os bancos.

À SEC foi estabelecido que novos regulamentos sobre as agências de rating deveriam ser implementados até maio de 2011, mas quatro anos depois eles ainda não foram finalizados. No geral, as agências de classificação não foram ameaçadas tanto pela regulamentação ou a concorrência extra, o trio ainda controla cerca de 95% do mercado global de ratings: o mesmo que antes da crise (THE ECONOMIST, 2014).

É evidente que sozinhos os *ratings* não influenciam toda a economia, mas permitem o aprimoramento das práticas de investimento e de gestão, tanto por parte dos emissores quanto dos investidores, e governos. Portanto, as agências devem resolver o conflito entre precisão e estabilidade de seus *ratings*, demonstrando a imparcialidade tão procurada pelo mercado, por meio do

³⁴ THE ECONOMIST, **Credit where credit's due**, 19 abril 2014. Disponível em: <<http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21601020-ratings-industry-has-bounced-back-financial-crisis-credit-where>>. Acesso em: 28 de junho de 2015.

³⁵ Ver COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION, **Dodd-Frank Act**, Washington, 2010. Disponível em: <<http://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/index.htm>>.

aumento da transparência em seus processos. A redução dos riscos protege o sistema financeiro como um todo, propiciando retornos não apenas financeiros, mas na distribuição e qualidade dos fatores econômicos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGUIAR, J.; ALTMAN, E. **Defaults and returns in the high yield bond market: the year 2004 in review and market outlook**, NYU Salomon Center, 2005.

ALTMAN, E.; KUEHNE, B.J. **Defaults and returns on high yield bonds Market and distressed debt: first half 2007 Review, Special Report**, NYU Salomon Center, 2007.

ASHCROFT, A.; SHUERMANN, T. **Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit**, Federal Reserve of New York, 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Acordo de Basileia**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?BASILEIA>>. Acesso em: 13 de junho de 2015.

BBC, **Timeline: Sub-prime losses**, 19 maio 2008. Disponível em: <<http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/7096845.stm>>. Acesso em: 27 de junho de 2015.

BOLGER, R. **Managing Director, Global Regulatory Affairs & Associate General Counsel**, Standard & Poor's, 2005.

BRUNER, R.; CARR, S. **The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm**, Hoboken, John Wiley & Sons, New Jersey, 2007.

CANTOR, R.; HAMILTON, D.T.; OU, S.; VARNA, P. **Corporate default and recovery rates of corporate bond issuers, 1920 – 2004**, Special Comment: Moody's Investors Service, 2007.

CARVALHO, E. **A política antitruste no Brasil e o combate a cartéis à luz do novo Cade**, RDC, v. 1, n. 2, nov. 2013.

CARVALHO, R. **Macroeconomia - Risco calculado?** Atuação na crise coloca agências de classificação de risco no centro do debate sobre regulação financeira, IPEA, ano 7, ed. 61, jul. 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM Nº 521**, São Paulo, 2012.

COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION, **Dodd-Frank Act**, Washington, 2010. Disponível em: <<http://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/index.htm>>. Acesso em: 26 de junho de 2015.

COPPOLA, M.; STUMPP, P. **Moody's analysis of US corporate rating triggers heightens need for increased disclosure**, Special comment: Moody's Investors Service, 2002.

DAUGHEN, J.; BINZEN, P. **Wreck of the Penn Central**, Beard Books, New York, 1999.

ESTADO DE S. PAULO. **Petrobras perde R\$ 150 bi em valor de mercado em quatro meses**, 1 fev. 2015. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,em-4-meses-estatal-perdeu-r-150-bi-em-valor-de-mercado-imp-,1627797>>. Acesso em: 11 de junho de 2015.

ESTRELLA, A. **Credit ratings and complementary source of credit quality information**, Basel Committee on Banking Supervision Working Papers n.3, Bank for International Settlements, 2000.

FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO. **What is the Fed?**, 2015. Disponível em: <<http://www.frbsf.org/education/teacher-resources/what-is-the-fed>>. Acesso em: 29 maio 2015.

FERRI, G.; LIU, G.; STIGLITZ, J. **The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis**, Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, v. 28, n. 3, 1999.

FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, The Financial Crisis Inquiry Report, Washington, 2011, p. Disponível em: <<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>>.

FITCH RATINGS. Disponível em: < <https://www.fitchratings.com.br>>

_____. **Observações e Perspectivas dos Ratings**, 2015. Disponível em: <https://www.fitchratings.com.br/pages/def_rtg_watches2>. Acesso em: 30 maio 2015.

_____. **Escalas Internacionais de Ratings de Crédito de Emissor**, 2015. Disponível em: <https://www.fitchratings.com.br/pages/def_rtg_credit_emissor2?p=rtg_escala_lp_1#rtg_escala_lp_1>. Acesso em 30 maio 2015.

_____. **Fitch *ratings* definitions**: Introduction to *rating*, 2007.

FOLHA DE SÃO PAULO. **Entenda o caso Enron**, maio 2003. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/sinapse/ult1063u416.shtml>>. Acesso em: 28 maio 2015.

GANGUIN, B.; BILLARDELLO, J. **Fundamentals of Corporate Credit Analysis**, McGraw-Hill, New York, 2005.

GASPARINO, C. **Inquiry Into Moody's Ratings Practices Ends as U.S. Agency Takes No Action**, The Wall Street Journal, 19 mar. 1999. Disponível em: <<http://www.wsj.com/articles/SB921197561149784842>>. Acesso em: 10 de junho de 2015.

_____. **Unsolicited Moody's Ratings Upset Some Bond Issuers**, The Wall Street Journal, 02 maio 1996. Disponível em: <<http://www.wsj.com/articles/SB830993301787690500>>. Acesso em: 10 de junho de 2015.

GONZALEZ, F. *et al.* **Market dynamics associated with credit ratings**, Occasional Paper nº 16, European Central Bank, 2004.

GRAHAM, J.R.; HARVEY, C. **The Theory and practice of corporate finance: evidence from the field**, Journal of Financial Economics, v. 60, maio 1993.

HULL, J. **Risk Management and Financial Institutions**. Wiley, Hoboken, USA, 2012.

INTERNATIONAL MONETARY FUND, IMF, **World Economic and Financial Surveys** - International Capital Markets Developments, Prospects, and Key Policy Issues, 1999. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/1999>>. Acesso em: 24 de junho de 2015.

IRVING, S. **Caught with Their Pants Down?**, Euromoney, jan. 1998. Disponível em: <<http://www.euromoney.com/Article/1005728/Caught-with-their-pants-down.html>>. Acesso em: 11 de junho de 2015.

KING, M. **Who Triggered the Asian Financial Crisis?**, Review of International Political Economy 8, n. 3, 2001.

KIRCKLAND, E. **Industry Comes of Age: Business, Labor and Public Policy 1860-1897**, Rinehart and Winston, New York, USA, 1961. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/363830>>. Acesso em: 20 de maio de 2015.

LANGOHR, H.; LANGOHR, P. **The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work, And Why They are Relevant**. Wiley, Chichester, UK, 2008.

LIU, B. **Big Downgrades in Asia Are Criticized**, Wall Street Journal Europe, 13 out. 1998.

MANSO, G. **Feedback Effects of Credit Ratings**, Journal of Financial Economics, v. 109, p. 535-549, 2013.

MELHORES FUNDOS. **Glossário de Fundos**. Disponível em: <<http://melhoresfundos.com/glossario-de-fundos>>. Acesso em: 19 de junho de 2015.

MICHELETTI, B. **A crise das hipotecas subprime nos EUA e os seus desdobramentos**, Unicamp, Campinas, 2008.

MOODY, J. **The Long Road Home: An Autobiography**, Macmillan, New York, 1933.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. Disponível em: <www.moody.com>.

_____. **Guide to Moody's *ratings*, *rating* process, and *rating* practices**, 2004.

_____. **Historical Default Rates on Corporate Bond Issuers: 1920-1999**, New York, 2000.

MORGAN STANLEY CREDIT ADVISORY GROUP. **Pros and cons of obtaining credit ratings**, Overview of the rating process, Morgan Stanley's integrated rating advisory approach, 2005.

MORRIS, A. **DOJ announces \$1.375 billion settlement with S&P**, Jurist, 3 fev 2015. Disponível em: <<http://jurist.org/paperchase/2015/02/doj-announces-1375-billion-settlement-with-sp.php>>. Acesso em: 27 de junho de 2015.

POOR, H. **History of the Railroads and Canals of the United States of America**, John H. Schultz, New York, USA, 1860, p.90.

RUSSEL REYNOLDS ASSOCIATES. **International survey of institutional investors: a world of risk**, Bussines Envolve, Leadership Endures, serie 8, 2005.

SAXTON, J. **Argentina's Economic Crisis: Causes and Cures**, Joint Economic Committee United States Congress, 2003.

SELIG, K. **Greed, Negligence, or System Failure?** Credit Rating Agencies and the Financial Crisis, The Kenan Institute for Ethics, Duke University, 2010.

SIMEONE, J. **The Use of Credit Ratings for Mortgage-Backed Securities**, Boston University, Review of banking & financial law, vol.31, 2011, p.102-111.

SINCLAIR, T. **The New Masters of Capital – American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness**. Ithaca: Cornell University Press, 2005.

_____. **Entrevista com Leo C. O'Neill**, presidente, Standard & Poor's Ratings Group, New York, 18 ago. 1992.

SMITH, R., WALTER, I. **Rating Agencies: Is There na Agency Issue?**, Stern School of Bussiness, New York, 2001.

SPERO, J. **The failure of the franklin national bank**. New York: Beard Books, 1980. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1057967>>. Acesso em: 14 de junho de 2015.

STANGLER, D.; ARBESMAN, S. **What does Fortune 500 turnover mean?**, Ewing Marion Kauffman Foundation, Kansas City, EUA, 2012.

STANDARD AND POOR'S. Disponível em: <www.standardandpoors.com>.

_____. **Corporate Ratings Criteria**, Standard & Poor's, 2005.

_____. **Definições de ratings da Standard & Poor's**, Standard & Poor's, 2014.

_____. **Potenciais Conflitos de Interesse da Standard & Poor's Ratings Services**, Standard & Poor's, 2014.

RADELET, S.; SACHS, J. **The Onset of The East Asian Financial Crisis**, National Bureau of Economic Research, 2000.

TAVARES, G.; TAVARES, M. Títulos públicos federais e suas formas de precificação. *In*: SILVA, A.; CARVALHO, L.; MEDEIROS, O. (Org.). **Dívida Pública**: a experiência brasileira. Brasília: Tesouro Nacional, 2009, p.310.

TECHNICAL COMMITTEE OF INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **Code of conduct fundamentals for credit rating agencies**, OICV-IOSCO PD 180, 2004.

THE ECONOMIST. **Credit Rating Agencies**: AAArgh!, 6 abril 1996. Disponível em: <<http://www.highbeam.com/doc/1G1-18163426.html>>. Acesso em: 10 de junho de 2015.

_____. **Credit where credit's due**, 19 abril 2014. Disponível em: <<http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21601020-ratings-industry-has-bounced-back-financial-crisis-credit-where>>. Acesso em: 28 de junho de 2015.

_____. **The Use and Abuse of Reputation**, 6 abril 1996. Disponível em: <<http://www.highbeam.com/doc/1G1-18163375.html>>. Acesso em: 10 de junho de 2015.

_____. **Quant Argue with That**, 16 fev. 2002. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/988750>>. Acesso em: 11 de junho de 2015. THE WORLD BANK. **Global Development Finance**: External Debt of Developing Countries, Washington, 2012, p.3.

_____. **World Debt Table**: External Finance for Developing Countries 1994 – 1995, A World Bank Book, 1994, p.4

THE FREE DICTIONARY. **Tranches**. Disponível em: <<http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Tranches>>. Acesso em: 27 de junho de 2015

TRABALHO INTERNO. Direção Chris Ferguson. EUA Sony Pictures Classics, 2010.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Disponível em: <<http://www.sec.gov>>.

_____. **Report on the role and function of credit *rating* agencies in the operation of securities markets**, 2003.

UNITED STATES HOUSE OF REPRESENTATIVES. **Credit *Rating* Duopoly Relief Act of 2006**, H.R. 2990, Washington, USA, 2013.

UNITED STATES SENATE. **Credit *Rating* Agency Reform Act of 2006**, Washington, USA, 2006.

_____. **Wall Street and the Financial Crisis: The Role of Credit Rating Agencies**, 23 abril 2010, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. Disponível em: <<http://www.hsgac.senate.gov/subcommittees/investigations/hearings/wall-street-and-the-financial-crisis-the-role-of-credit-rating-agencies>>. Acesso em: 22 de junho de 2015.

VAZZA, D; KRAEMER, N. **Annual 2014 global corporate default study and rating transitions**, *Research*: Standard & Poor's, 2015, p.45.

WRUCK, K.H. **Financial distress**: reorganisation and organisation efficiency, *Journal of Financial Economics*, v. 27, n. 2, 1990, p. 421.

WILSON, R. **Corporate Senior Securities**: analysis and evaluation of bonds, Convertibles and Preferreds,.Chicago: Probus, 1987. p. 323.